



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

**"L'importanza del piano industriale nella
comunicazione aziendale: analisi teoriche ed
empiriche"**

RELATORE:

CH.MO PROF. GIACOMO BOESSO

LAUREANDA: ROXANA-DIANA COSMA

MATRICOLA N. 1163256

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

A handwritten signature in black ink, reading "Roxano Maria Come". The signature is written in a cursive style with a long, sweeping underline.

Sommario

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 – LA COMUNICAZIONE AZIENDALE.....	5
1.1 Introduzione.....	5
1.2 I diversi tipi di comunicazione	6
1.3 La comunicazione economico-finanziaria.....	7
1.3.1 Gli elementi costitutivi della comunicazione economico-finanziaria	10
1.4 Tipologie di comunicazione economico-finanziaria	14
1.4.1 La comunicazione obbligatoria	14
1.4.2 La comunicazione volontaria.....	15
1.5 Il problema delle asimmetrie informative	18
1.6 L'importanza della comunicazione	20
CAPITOLO 2 - IL PIANO INDUSTRIALE: UNO STRUMENTO DI COMUNICAZIONE AZIENDALE	25
2.1 Introduzione.....	25
2.2 Il piano industriale	25
2.2.1 Obiettivi e motivi alla base della redazione del piano industriale.....	26
2.2.2 Le fasi di un processo di pianificazione industriale	29
2.2.3 Cenno alla struttura del piano industriale	31
2.3 La reazione del mercato e degli analisti finanziari alla pubblicazione del piano	33
2.4 L'importanza del piano industriale nella comunicazione aziendale.....	36
CAPITOLO 3 – INTRODUZIONE ALL'ANALISI EMPIRICA	39
3.1. Domande di ricerca.....	39
3.1.1 Rispetto dei requisiti di completezza e credibilità.....	39
3.1.2 Bontà delle previsioni effettuate	41
3.1.3 Impatto sui prezzi delle azioni.....	42
3.2 Introduzione all'analisi	43

3.2.1. La fase di ricerca.....	43
3.2.2 Il campione emerso.....	44
3.3 Il passaporto delle società oggetto d'analisi	45
3.3.1 Collocazione nel tempo delle società	45
3.3.2 Settore, sede legale e valore di mercato	47
3.3.3 Piano industriale: durata, pagine e lingua di redazione	50
3.4 Analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria pre-piano	52
CAPITOLO 4 – ANALISI EMPIRICA	63
4.1 Introduzione.....	63
4.2 Valutazione qualitativa dei piani industriali	63
4.2.1 Valutazione della completezza: analisi e risultati	63
4.2.2 Valutazione della credibilità: analisi e risultati	65
4.3 Confronto tra dati previsionali e dati effettivi	69
4.3.1 L'incertezza della pianificazione aziendale.....	69
4.3.1 Metodologia utilizzata	69
4.3.2 Rappresentazione ed interpretazione dei risultati	74
4.4 Incidenza sui prezzi di mercato	85
4.4.1 Metodologia utilizzata	85
4.4.2 Rappresentazione ed interpretazione dei risultati	87
CONCLUSIONI	99
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	103
SITOGRAFIA	110
RINGRAZIAMENTI	113

*“In assenza di pianificazione,
la legge della giungla prevarrebbe.”*

John Fitzgerald Kennedy

INTRODUZIONE

Il presente elaborato ha come obiettivo quello di analizzare il processo comunicativo tra l'azienda e il mercato, ponendo particolare attenzione sul piano industriale. Quest'ultimo, qualora venisse utilizzato da parte delle società in maniera adeguata, potrebbe risultare uno strumento comunicativo molto rilevante.

Il primo capitolo dell'elaborato verrà dedicato all'importanza della comunicazione aziendale e all'evoluzione che ha visto la società protagonista nel corso degli anni: per molto tempo la stessa ha comunicato al mercato soltanto l'informativa obbligatoria, di natura contabile, e lo strumento informativo per eccellenza risultava essere il bilancio d'esercizio. Nel corso degli anni, a causa di diversi fattori, tra cui il crescere del ruolo dei mercati finanziari e l'evoluzione tecnologica, si è sentita la necessità di arricchire il flusso informativo, in modo da soddisfare le esigenze informative degli innumerevoli soggetti che operano nel mercato finanziario. Le società, principalmente se quotate, sono sempre più chiamate ad aumentare la qualità e la quantità delle informazioni fornite: ciò soprattutto se gli operatori finanziari ritengono la *disclosure* utile per valutare il valore della società.

È evidente come, di fronte a un mercato che richiede sempre maggiori informazioni, la documentazione imposta dalla legge non sia sufficiente a coprire l'asimmetria informativa. Il piano industriale è uno degli strumenti della comunicazione aziendale che consentirebbe di ridurla, favorendo allo stesso tempo la condivisione delle informazioni alla sua base. Il secondo capitolo verrà incentrato sul suddetto documento, con riferimento al quale verranno accennate le motivazioni che spingono le aziende a redigerlo, le caratteristiche principali che questo dovrebbe possedere affinché possa essere definito uno strumento di qualità e, infine, il contenuto essenziale minimo. L'ultima parte del capitolo verrà dedicata alla possibile reazione del mercato e degli analisti finanziari alla pubblicazione del piano industriale e all'importanza che tale documento assume nella comunicazione aziendale.

Il terzo ed il quarto capitolo sono incentrati sull'analisi empirica. Con riferimento a quest'ultima, tre sono le domande di ricerca poste:

1. Vengono rispettati i requisiti di completezza e di credibilità nella redazione del piano industriale?
2. I dati economico-finanziari previsionali vengono effettivamente raggiunti?
3. La pubblicazione del piano industriale ha un impatto significativo sull'andamento dei prezzi delle azioni?

Come campione di analisi sono state considerate 51 società quotate nella Borsa Italiana, che negli ultimi anni hanno provveduto alla redazione e alla pubblicazione di un piano industriale. Prima di procedere con la ricerca empirica, si provvederà, innanzitutto, ad una breve descrizione delle società, analizzando la loro collocazione nel tempo, il settore in cui operano, la sede legale, l'indice azionario di cui fanno parte e il valore di mercato. Successivamente, verrà dato uno sguardo ad alcune delle caratteristiche del piano industriale redatto, tra cui l'arco temporale di riferimento, la lingua di redazione e la sua ampiezza. Infine, verranno analizzati alcuni dati economico-finanziari rilevanti, ad una data antecedente la redazione del documento, per verificare lo stato di salute delle società in questione e la possibile relazione tra questo e la stesura del piano industriale.

Con riferimento, invece, alla prima domanda di ricerca formulata, dopo aver esaminato tutti i piani industriali a disposizione, si valuterà se le società del campione hanno rispettato i requisiti di completezza e di credibilità, entrambi ritenuti essenziali affinché il documento possa essere considerato di qualità. Per poter svolgere quest'analisi, verrà fatto uso della "Guida al Piano industriale", redatta da Borsa Italiana, la quale, oltre a proporre uno schema standard, indica anche i requisiti essenziali minimi che un piano industriale dovrebbe possedere. Per valutare il rispetto del primo requisito, si provvederà alla lettura dei piani industriali con l'intento di verificare se la struttura degli stessi è completa sia della dimensione qualitativa che quantitativa, entrambe essenziali al fine della completezza dell'intero documento. Con riguardo, invece, alla valutazione della credibilità, verrà attribuito a ciascun piano industriale un punteggio, su una scala da 0 a 3, in merito alla sostenibilità finanziaria, alla coerenza e all'attendibilità.

Passando alla seconda analisi, come è ben noto, i risultati conseguiti potrebbero differire da quelli previsti, sia in termini peggiorativi che favorevoli e l'impossibilità di raggiungerli dipende da diversi fattori, sia interni che esterni. Al fine di verificare la bontà delle previsioni effettuate alla base del piano industriale, si provvederà all'effettuazione del confronto tra i valori raggiunti e i valori previsionali, per le seguenti variabili: Fatturato, Risultato operativo, Ebitda, Risultato netto, *Free cash flow* e Posizione finanziaria netta. Dopo un primo confronto delle differenze, sia in termini assoluti che relativi, verranno applicati tre test statistici per ogni variabile presa in considerazione:

- Il test T per differenza tra medie, al fine di valutare se la media dei dati realizzati si può approssimare alla media dei dati previsionali;
- Il test T sulla media delle variazioni relative, la cui applicazione è dettata dalla presenza di un campione caratterizzato da dimensioni diverse, peculiarità che non viene presa in considerazione nel primo test effettuato;

- Il test T applicato a livello di singola società, mettendo a confronto le variazioni relative di ognuna di queste con la media delle variazioni relative dell'intero campione. Con questo ultimo test, si vuole verificare quali società hanno raggiunto un risultato migliore/uguale oppure peggiore rispetto alla media delle società del campione.

Infine, dato che il piano industriale è uno strumento comunicativo molto importante, si vuole constatare se la sua pubblicazione ha impattato in maniera significativa sul valore delle azioni societarie. A tal proposito, è stato applicato il metodo di analisi denominato "*event study*", il quale ha l'intento di studiare l'influenza di un determinato evento sulla serie storica dei rendimenti. Per le società il cui piano industriale è risultato significativo a tal fine, verrà mostrato l'andamento della serie dei prezzi impiegati nell'analisi, con evidenziazione del momento della pubblicazione del documento, nonché i risultati emersi in seguito all'applicazione del test statistico. Verrà inoltre analizzato il rendimento azionario alla data esatta di pubblicazione del piano industriale, il quale ci permette di valutare l'impatto immediato della divulgazione del documento sull'andamento della serie dei prezzi.

CAPITOLO 1 – LA COMUNICAZIONE AZIENDALE

1.1 Introduzione

La comunicazione aziendale è un passo importante verso la costituzione di un'azienda di successo. Questa può essere definita come *“quella funzione del management che consiste nel definire, pianificare e gestire l'immagine dell'azienda, la reciproca informazione e la mutua comprensione con i vari tipi di pubblico interno ed esterno da cui dipende il successo dell'azienda stessa”* (Rampini, 1990)

Il detto popolare recitava *“No news, good news”* e ciò in quanto, in passato, il costo della comunicazione risultava essere elevato, costringendo le società a procedere con una selezione delle informazioni da comunicare (Beretta, 2007). Il mercato ad oggi richiede sempre più una comunicazione variegata, infatti molti sono i soggetti interessati ad ottenere notizie sulle aziende e sulle loro performance passate, presenti e future. Al crescere della dimensione aziendale, della globalizzazione dei mercati finanziari nonché in seguito allo sviluppo economico, la comunicazione dei soli dati contenuti nel bilancio risulta essere insufficiente, e pertanto deve essere integrata da informazioni complementari. Per tale ragione le aziende, rispetto al passato, hanno iniziato ad ampliare la varietà di informazioni da comunicare in maniera volontaria (Fortuna, 2004). Grazie allo sviluppo tecnologico, i tempi necessari per erogare le informazioni sono diminuiti e, allo stesso tempo, si è assistito ad un incremento dei canali utilizzati per diffondere le informazioni (Quagli & Teodori, 2005).

Le società comunicano apertamente il proprio futuro con l'intento di garantire, a tutti gli investitori, elementi su cui impostare le proprie decisioni, contribuendo in questo modo all'efficienza informativa dei mercati. La divulgazione di informazioni rappresenta per l'azienda uno strumento per creare e diffondere valore, soddisfacendo allo stesso tempo il fabbisogno conoscitivo del mercato.

1.2 I diversi tipi di comunicazione

Le società non comunicano tutte allo stesso modo. Queste potrebbero utilizzare canali diversi, potrebbero doversi relazionare con un numero disuguale di soggetti, oppure comunicare al mercato informazioni di diversa entità.

Data la complessità della comunicazione aziendale è utile procedere con la sua suddivisione in quattro aree (Corvi & Fiocca, 1996):

- La comunicazione commerciale: è volta ai clienti intermedi e finali, attuali e potenziali, con l'obiettivo di sponsorizzare i propri beni e servizi, migliorare la conoscenza dei loro bisogni e rendere, allo stesso tempo, riconoscibile la capacità dell'azienda di soddisfare i bisogni della domanda. Ciò ha l'intento di ampliare e consolidare il mercato di sbocco.
- La comunicazione istituzionale: è rivolta agli enti pubblici con l'intento di ampliare il consenso e la fiducia nonché di migliorare le relazioni con i diversi pubblici.
- La comunicazione gestionale: è indirizzata a coloro che vengono resi partecipi nella gestione dell'impresa, accrescendone la loro collaborazione.
- La comunicazione economico-finanziaria: è diretta a tutto il mercato e in particolare ai portatori di capitale (sia di rischio che di terzi), attuali e potenziali, soddisfacendo in questo modo le esigenze informative dei diversi interlocutori. La comunicazione economico-finanziaria comprende i flussi informativi attinenti sia agli aspetti patrimoniali, finanziari e reddituali, sia ai profili qualitativi aziendali, come per esempio la struttura organizzativa, le strategie intraprese e le strategie future, le attività operative che possono influenzare il futuro e così via.

Diversi sono perciò i soggetti con cui le aziende possono comunicare e differenti sono i loro fabbisogni informativi. Ad esempio, gli azionisti dimostrano un maggiore interesse alla capacità dell'azienda di creare e diffondere valore e pertanto sono maggiormente incuriositi dal ricevere informazioni riguardanti i risultati ottenuti, la strategia attuale e futura dalla società e la capacità del management di gestire l'azienda. Secondo Bertinetti (1996), la divulgazione informativa agli investitori si caratterizza per il "*contenuto del messaggio trasmesso*", composto da informative di natura sia quantitativa che qualitativa.

I clienti e i fornitori hanno esigenze informative differenti: questi saranno più propensi a ricevere notizie riguardanti la solidità dell'impresa e i principali indicatori economico-finanziari. I collaboratori aziendali saranno invece orientati verso informazioni relative all'assetto reddituale, patrimoniale e finanziario dell'azienda nonché alla struttura organizzativa. Infine, gli istituti di credito, saranno attratti dall'ottenere notizie circa l'analisi di bilancio e la posizione

dell'azienda nel mercato, al fine di valutare la sua sostenibilità finanziaria presente e futura (Favarotto , Bozzolan , & Parbonetti, 2016). La solidità economico-finanziaria dell'azienda è necessaria per attivare e sviluppare il rapporto con gli istituti di credito e rappresenta anche una conferma indiretta della sua capacità di soddisfare i bisogni della clientela anche in futuro.

La comunicazione economico-finanziaria, e allo stesso modo le altre tipologie di comunicazione sopra analizzate, non solo istituisce un importante “*vettore informativo*” dalla società verso gli operatori del mercato, ma può anche consentire di raggiungere e di mantenere una posizione di equilibrio economico, terminando pertanto col riflettersi sulla dinamica aziendale. Non siamo di fronte ad un semplice trasferimento di informazioni, eseguito in osservanza della normativa vigente, bensì ad una leva per creare e diffondere valore. (Giannessi, 2003)

1.3 La comunicazione economico-finanziaria

Considerate le quattro tipologie di comunicazione sopra nominate, ci si soffermerà soprattutto sull'ultima, andando ad osservare la dimensione economica e finanziaria della comunicazione aziendale.

Corvi attribuisce a tale comunicazione una definizione, ritenendola come “*il complesso delle comunicazioni effettuate attraverso qualsiasi canale di diffusione dalla direzione aziendale alle varie classi di interesse in essa convergenti sull'evoluzione dell'assetto reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa*” (Corvi E. , 1997, p. 19)

Anche Pastore e Vernuccio (2008), nonché altri autori¹, ritengono che la comunicazione economico-finanziaria si distingui dalle altre tipologie di comunicazione aziendale in quanto si occupa in maniera specifica dell'informazione relativa all'andamento societario.

La comunicazione economico-finanziaria permette “*non solo di soddisfare le attese informative degli stakeholder, ma anche di contribuire a rafforzare la fiducia e il consenso della comunità finanziaria verso l'impresa stessa, con la conseguenza ultima di aumentare la propria immagine e credibilità*” (Braciari, 2004, p. 92)

Il termine “comunicazione” viene spesso utilizzato come sinonimo di *informazione societaria* però in realtà hanno un significato diverso. Il concetto di comunicazione è più complesso

¹ Altresì Zavani sostiene che, la comunicazione economica-finanziaria rappresenti l'insieme di informazioni che l'azienda divulga agli interlocutori interessati a ricevere notizie sull'andamento storico e prospettico della situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda. (Zavani, 2000, p. 23-24)

rispetto a quello di informazione in quanto trasmette “valori” e non dati “standardizzati”, facendo assumere importanza all’intero processo di veicolazione del messaggio e non solo al contenuto dello stesso. Per tale ragione, il concetto di informazione viene messo in relazione con l’obbligo previsto dalla legge di trasmettere al mercato dati riguardanti la vita aziendale, in quanto la normativa vigente stabilisce anche le modalità e i termini di trasmissione di tali notizie, che deve avvenire nel rispetto di alcuni standard predefiniti. (Bertinetti G. , 1996)

La comunicazione è uno strumento che crea il valore dell’azienda, in quanto soddisfa i bisogni informativi degli operatori di mercato. Perciò, se la società ha la capacità di stabilire rapporti duraturi con i suoi interlocutori, trasferendo loro informazioni rilevanti ed esaurienti, la stessa avrà una maggiore probabilità di attrarre risorse e ottenere consensi. La comunicazione economico-finanziaria diffonde anche il valore dell’azienda, in quanto, se efficace, consente al mercato di stimare correttamente il valore economico del capitale, attenuando le eventuali differenze tra il valore di mercato e il valore dell’azienda². (Giannessi, 2003)

Di seguito si procederà con la distinzione tra la comunicazione economica e la comunicazione finanziaria.

In particolare, si considera economica quella comunicazione i cui contenuti concernono la situazione e le prospettive patrimoniali, economiche e finanziarie. Essa, pertanto, non esprime una esigenza specifica, bensì “*è rivolta a integrare forme diverse di comunicazione in misura variabile a seconda che il suo contributo possa essere utile o meno al perseguimento dell’obiettivo desiderato*” (Bertinetti G. , 1996, p. 37)

La comunicazione economica è vista come uno strumento utilizzato dalla direzione aziendale per ottenere una maggiore fiducia e consenso riguardante l’indirizzo strategico da perseguire³. Essa svolge, pertanto, un ruolo importante nell’accrescere l’immagine e la notorietà dell’azienda⁴. Si pensi al caso dei fornitori, i quali sarebbero disposti ad accordare termini maggiori di dilazioni di pagamento alle aziende che presentano una maggiore solvibilità. (Giacosa, 2012)

Considerate le differenti categorie di interlocutori, le loro esigenze informative potrebbero essere in contrasto tra loro, ragione per cui l’azienda dovrebbe avere cautela nel caso in cui

² In tal caso il rapporto tra la variazione del valore di mercato e la variazione del valore intrinseco dell’azienda ($\Delta W_M/\Delta W$), dovrebbe essere prossimo all’unità.

³ A tal riguardo si veda anche (Coda, 1989)

⁴ Pivato sostiene che la notorietà dell’impresa sia un fatto essenzialmente quantitativo, mentre l’immagine, positiva o negativa, un concetto qualitativo. (Pivato, 1988)

decidesse di utilizzare la comunicazione economica per migliorare la sua immagine⁵. In caso contrario, si potrebbe ottenere l'effetto opposto, ossia una perdita immediata di immagine con conseguente peggioramento delle performance aziendali⁶. Il contenuto della comunicazione economica influisce pertanto sul rapporto che l'azienda ha con i propri interlocutori.

La comunicazione finanziaria, invece, è attinente al mercato di capitali, ossia alle fonti di approvvigionamento finanziario. Questa potrebbe essere inquadrata come *“l'insieme delle informazioni dirette all'esterno suscettibili di aggiornare le conoscenze disponibili presso il pubblico degli investitori in ordine allo stato ed alle prospettive dei titoli emessi dalle società”* (Guatri & Massari, 1992). La comunicazione finanziaria è pertanto un sostegno al reperimento delle risorse finanziarie necessarie per poter attuare la strategia aziendale definita.

Bertinetti (1996) individua tre caratteristiche relative al legame tra l'impresa e il mercato dei capitali:

- 1) La non obbligatorietà dell'impresa di erogare alcun servizio in quanto questa si pone come controparte di operatori, al fine di perfezionare *“trasferimenti di risorse monetarie nel tempo”*. In cambio di tali trasferimenti l'impresa garantisce il rimborso e la remunerazione delle somme percepite. In questo caso l'approccio di comunicazione è *top-down* ed è unidirezionale, ossia dall'impresa verso il mercato di capitali.
- 2) La seconda caratteristica riguarda la valutazione del rischio aziendale e della sua tollerabilità da parte del mercato dei capitali. Si tratta di un'approccio di comunicazione *bottom-up*, ovvero dal mercato all'impresa.
- 3) La terza è relativa alla durata e alla frequenza con cui si instaurano i rapporti tra l'impresa e il mercato dei capitali.⁷

La comunicazione finanziaria deve consentire agli investitori, attuali e potenziali, di individuare gli elementi che portano al rendimento e alla valutazione della rischiosità dell'investimento, in modo da assicurare una limpida e migliore comparazione con le ulteriori forme di investimento. Il percorso della comunicazione finanziaria è circolare e si contraddistingue per la condivisione

⁵ Ad esempio, nel caso in cui l'azienda realizzi margini più elevati rispetto agli esercizi precedenti, i clienti e i fornitori potrebbero porre pressione all'azienda per concordare una variazione dei prezzi ai quali far avvenire gli scambi tra questi e l'azienda stessa. Allo stesso modo anche i dipendenti e i sindacati potrebbero avanzare una richiesta di aumento salariale.

⁶ Non ci sono limiti di crescita dell'immagine e si può sostenere che una società caratterizzata da un suo valore elevato sarebbe maggiormente in grado di affrontare eventuali eventi negativi. Inoltre, si può generare una perdita d'immagine qualora la società non migliori le relazioni con i differenti operativi mediante la comunicazione. (Binda, 2008)

⁷ Le aziende avranno sempre l'esigenza di instaurare rapporti con il mercato dei capitali per la negoziazione delle risorse finanziarie.

del rischio d'impresa. La chiusura del circuito è caratterizzato dalla risposta del mercato all'impresa, con la quale si comunica la sua approvazione o meno alle scelte di gestione e di governo dell'impresa. (Bertinetti G. , 1996)

In questo modo, si ha una *doppia valenza*: “*sia quella di gestire le attività di approvvigionamento e di investimento delle risorse finanziarie da parte dell'azienda, sia quella di supportare il processo decisionare degli organi aziendali in merito alle suddette attività*”. (Giacosa, 2012, p. 40)

1.3.1 Gli elementi costitutivi della comunicazione economico-finanziaria

Dopo aver identificato le caratteristiche della comunicazione economico-finanziaria, risulta opportuno evidenziare i relativi elementi costitutivi⁸, o meglio: a) gli attori coinvolti nel processo di comunicazione; b) gli strumenti a disposizione; c) i canali di distribuzione; d) i possibili contenuti della comunicazione.

Con riferimento al primo componente, come si nota dalla Figura 1.1, diversi sono i soggetti coinvolti nel processo di comunicazione economico-finanziaria, vale a dire: l'azienda, gli stakeholder, i revisori, i produttori di informativa derivata e gli organismi di regolamentazione. Il soggetto emittente dell'informativa economico-finanziaria, rappresentato dall'azienda, è il principale attore. Questo comunica le informazioni agli operatori di mercato, i quali utilizzano quanto recepito per decidere se apportare oppure no le proprie risorse e contributi all'azienda. Un ruolo importante viene svolto dai revisori, i quali si occupano di verificare l'attendibilità del flusso informativo divulgato, soprattutto con riguardo ai dati di natura contabile, offrendo pertanto garanzia ai destinatari e conseguentemente valore alla comunicazione. Ulteriori attori sono il produttore dell'informativa derivata (si veda paragrafo 1.4) e gli organismi di regolamentazione: questi ultimi stabiliscono la modalità con cui le informazioni devono essere prodotte ed erogate.

⁸ (Giannessi, 2003)

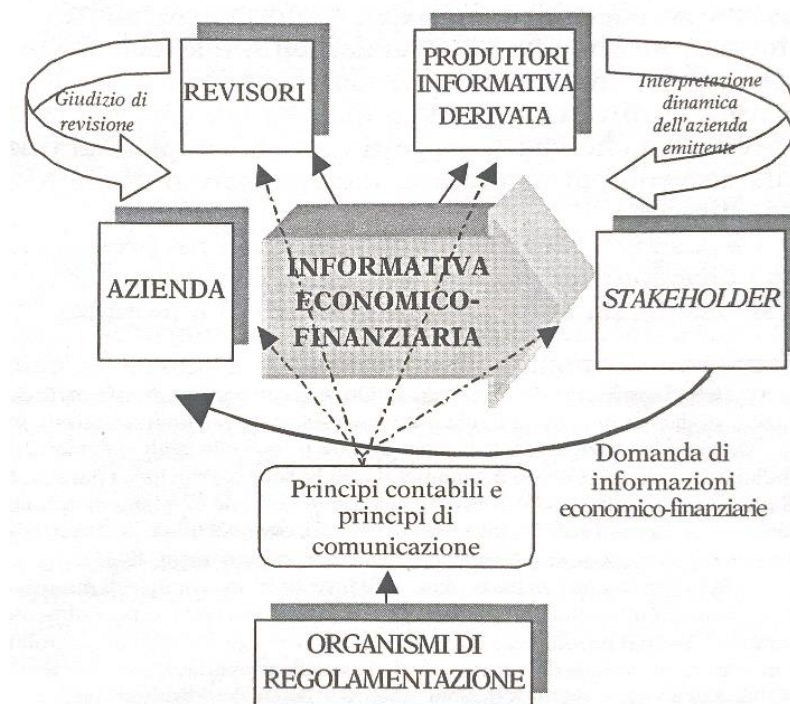


Figura 1.1 – I soggetti coinvolti nel processo di comunicazione economico-finanziaria. Fonte: (Giannessi, 2003)

In base all'ampiezza e alla molteplicità degli interlocutori, si può distinguere tra comunicazione *privata* e *pubblica*. La prima viene indirizzata a un numero ridotto di destinatari⁹, a differenza della seconda la quale si rivolge ad un numero più esteso di *stakeholder*, rendendo accessibile i contenuti dell'informativa divulgata anche ai soggetti esterni all'azienda. Questa distinzione è frutto di scelte assunte dall'azienda e non è collegato allo strumento utilizzato per comunicare¹⁰ (Giannessi, 2003).

Passando al secondo elemento costitutivo, si può affermare che gli strumenti mediante i quali divulgare le informazioni economico-finanziarie sono molteplici. Lo strumento d'eccellenza risulta essere il bilancio, societario ed eventualmente consolidato, il quale determina e rappresenta il capitale e il reddito dell'azienda. Per permettere una completa informazione societaria, è previsto per legge l'accompagnamento dello stesso da alcuni allegati¹¹:

⁹ Un esempio potrebbe essere la presentazione alla banca di una situazione economico-finanziaria infrannuale.

¹⁰ Ad esempio, il piano industriale può rientrare nella comunicazione privata oppure pubblica, in base a chi è rivolto: se è rivolto all'intera comunità finanziaria, con successiva pubblicazione sul sito internet dell'azienda, rappresenta uno strumento di comunicazione pubblica; se invece è rivolto ad un numero ristretto di soggetti, diventa uno strumento di comunicazione privata.

¹¹ Bozzolan (2005) sostiene che la parte "narrativa" dei documenti costituenti il bilancio d'esercizio hanno assunto nel tempo sempre più importanza. Ciò consente di incrementare anche la qualità della comunicazione aziendale.

- Relazione sulla gestione (articolo 2428 del codice civile): documento redatto dagli amministratori riguardante l'andamento della società e le informative di carattere gestionale. Gli amministratori non devono ripetere le informative già contenute nel bilancio, ma devono illustrare la posizione della società nei mercati in cui è presente, secondo una visione dinamica e non statica.
- Relazione del Collegio sindacale: il Collegio sindacale, in base all'articolo 2429 del codice civile ha l'obbligo di riferire all'assemblea dei soci le conclusioni cui è giunto al termine dei controlli eseguiti e dell'attività svolta, nell'adempimento dei propri doveri previsti dalla normativa. All'interno della relazione si devono indicare le osservazioni e le eventuali proposte in ordine al bilancio o e alla sua approvazione.
- Relazione emessa dalla società di revisione (art. 14 D.Lgs 39/2010): relazione nella quale viene espresso il giudizio sulla regolare tenuta della contabilità sociale, sul bilancio d'esercizio e, ove redatto, sul bilancio consolidato;

Il bilancio e le tre relazioni sopra descritte vengono definite con l'espressione *annual report*. Questo non esaurisce però la portata della comunicazione economico-finanziaria in quanto l'azienda può comunicare anche mediante ulteriori strumenti tra cui: relazioni periodiche, bilancio sociale, presentazioni realizzate durante l'assemblea dei soci, riunioni periodiche, comunicati stampa, conversazioni con gli analisti, lettere agli azionisti, piani industriali, altri report aziendali, e così via. (Giannessi, 2003)

Diverse sono le tipologie di canali che possono essere impiegati dalle aziende per la comunicazione economico-finanziaria. Una prima classificazione può essere posta tra canali "espliciti" e "impliciti". I primi si fondono sulla comunicazione verbale, scritta oppure orale, a differenza dei secondi che adottano una comunicazione non verbale, ossia basata su "*comportamenti gestionali che veicolano inevitabilmente ad altri operatori informazioni circa gli atteggiamenti, le volontà, le intenzioni di colui che ha compiuto le operazioni.*" (Quagli, 2004, p. 11)

La comunicazione esplicita è effettuata in maniera volontaria, consapevole, e si manifesta mediante la trasmissione di un messaggio con l'intento di conseguire determinati benefici. La comunicazione implicita, invece, avviene in assenza di "parole" e prevede l'adozione di comportamenti ed azioni contenenti dei messaggi, facilmente comprensibili da parte degli interlocutori più esperti. Questa è nota con il termine *signalling* (Hayne, Leland, & Pyle, 1977), il che significa che determinati comportamenti adottati dalle aziende potrebbero essere percepiti

dagli investitori come segnali di effetti futuri, nonostante l'azienda non abbia divulgato nulla¹². Pertanto, qualunque interazione comporta la trasmissione di messaggi tra l'azienda e il mercato. La comunicazione esplicita può essere trasmessa mediante due canali, diretti oppure indiretti (Quagli, 2004):

- I canali di comunicazione diretti sono caratterizzati dall'immediata trasmissione e interpretazione dell'informazione, consentendo di ottenere un rapido *feedback* informativo. La comunicazione diretta si distingue a sua volta in comunicazione “*vis a vis*” e in comunicazione “*a distanza*”. Nel primo caso i soggetti sono riuniti (es. assemblee, presentazioni); nel secondo caso la comunicazione avviene ad esempio mediante videoconferenze, conference call e così via.
- I canali di comunicazione indiretti non implicano un contatto fisico tra soggetti e si caratterizzano per il ricevimento del messaggio dopo un certo periodo di tempo. Rientrano in questa categoria la comunicazione in forma scritta oppure i messaggi audio-video, entrambi facenti parte della comunicazione primaria.

Un ulteriore canale di comunicazione, contraddistinto dai precedenti in quanto caratterizzato da un forte livello di innovazione, è il canale internet. Grazie a tale canale i destinatari del flusso informativo riescono ad accedere ad un numero di dati superiore rispetto a quello disponibile mediante documentazione cartacea. Gli investitori e gli ulteriori *stakeholder* possono in qualsiasi momento accedere ai documenti messi a disposizione dalla società, anche meno recenti, consentendo loro di fare delle comparazioni e delle analisi più dettagliate circa l'evoluzione della società nel tempo¹³. (Quagli, 2001)

A questo canale è stata riconosciuta la validità anche nel nostro paese, tant'è che Borsa Italiana prevede l'obbligo, per le società quotate nel segmento Star, di rendere “*disponibile sul proprio*

¹² Ad esempio, qualora i manager investissero denaro nel capitale di rischio dell'azienda, potrebbe essere un indizio circa la presunta redditività futura della società; oppure una distribuzione dei dividendi superiore a quanto avvenuto in passato evidenzia un possibile raggiungimento di tale flusso anche negli anni successivi. O viceversa, un cliente che cerca di comunicare con il *customer care office* di una azienda senza esito positivo, riceve un segnale negativo, un disinteresse da parte della società alla soddisfazione dei bisogni dei propri clienti (Quagli, 2004)

¹³ Le informazioni economico-finanziarie comunicate dalle società tramite il canale internet sarebbero dotate di utilità se gli utenti venissero messi nella condizione di riuscire a reperire in breve tempo le informazioni desiderate (Giusepponi, 2003).

sito Internet la documentazione distribuita in occasione degli incontri con investitori professionali al termine degli incontri stessi”¹⁴

Con riguardo ai contenuti, ad ogni società spetta la scelta relativa agli aspetti su cui focalizzarsi. Queste possono comunicare informazioni sia di tipo qualitativo che quantitativo, inerenti ad esempio all’evoluzione dell’assetto reddituale, patrimoniale e finanziario dell’azienda, alla struttura aziendale, alla strategia intrapresa, e agli andamenti futuri. Zavani (2000), in merito a tale elemento, sostiene tre differenti catalogazioni di messaggi: a) relativi ai risultati conseguiti; b) concernenti le scelte che la società vuole porre in atto; c) attinenti a fatti e situazioni di carattere non ordinario.

1.4 Tipologie di comunicazione economico-finanziaria

La comunicazione tra le società e il mercato può assumere diverse forme e un’importante distinzione è quella tra comunicazione obbligatoria, volontaria e derivata¹⁵ (Di Stefano, 1990).

1.4.1 La comunicazione obbligatoria

Per comunicazione obbligatoria (*mandatory disclosure*) si intende l’assoggettamento delle società agli obblighi informativi previsti dalla normativa civilistica e fiscale, dalle autorità di vigilanza o da altre associazioni di categoria che ne definiscono i contenuti, i tempi e le modalità di comunicazione. Questa tipologia di comunicazione vuole soddisfare i bisogni di un numero elevato di soggetti interessati a ricevere un minimo di informazione sull’azienda. L’informativa obbligatoria comunicata si concretizza in documenti, solitamente standard, trasmessi agli interlocutori con cadenza periodica o annuale oppure episodica¹⁶.

¹⁴ Si veda articolo IA.2.10.8 delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana. (Borsa Italiana, 2019)

¹⁵ Per la comunicazione derivata, denominata anche “secondaria”, non verrà dedicato un paragrafo specifico. In sintesi, essa fa uso di intermediari per la rielaborazione delle informazioni comunicate dalle aziende, rendendole in tal modo più compatibili con le esigenze informative degli interlocutori. Gli intermediari coinvolti potrebbero essere gli analisti finanziari, le società di intermediazione finanziaria, le banche, gli istituti di credito, la stampa specializzata oppure ulteriori soggetti che offrono questa tipologia di servizio (Corvi E. , 1997). La comunicazione derivata è indispensabile anche se non direttamente prodotta dall’azienda stessa: le informazioni primarie vengono filtrate comunicando agli utenti soltanto le informazioni da essi richieste.

¹⁶ Giacosa (2012) suddivide la comunicazione in base alla sua frequenza, distinguendo tra comunicazione periodica e straordinaria. Un esempio di informativa periodica è il bilancio d’esercizio oppure le relazioni periodiche (es. trimestrali, semestrali); l’informativa straordinaria invece è collegata a eventi non ricorrenti come per esempio le operazioni straordinarie, la liquidazione oppure le IPO.

Le informazioni trasmesse in rispetto della normativa hanno una maggiore probabilità di essere ritenute credibili dal mercato in quanto, dal momento che la legge rende obbligatoria la divulgazione di certe informazioni, a corredo di tali obblighi sono sempre fissate delle sanzioni per una loro eventuale violazione oppure comunicazione di informazioni non veritiera. In questo modo si ha una maggiore tutela dei destinatari dal *moral hazard*. Eventuali comportamenti scorretti saranno puniti anche dal mercato tramite bruschi abbassamenti di prezzi o incrementi del costo del capitale. (Quagli , 2001)

Per questa ragione il mercato ne trarrebbe vantaggio se la maggior parte delle informazioni venisse resa obbligatoria; bisogna però considerare anche gli aspetti negativi, tra cui il costo che le aziende dovranno sostenere per divulgare tali informazioni¹⁷.

Per molto tempo le società hanno comunicato soltanto le informazioni obbligatorie di carattere contabile (es. bilancio d'esercizio – da molti considerato uno strumento standard). A causa dei diversi cambiamenti che hanno coinvolto le aziende negli ultimi decenni, le esigenze conoscitive dei soggetti interessati all'andamento aziendale si sono ampliate. Pertanto, le società hanno iniziato a fornire al mercato documenti ulteriori, divulgati in maniera volontaria, che analizzino anche il futuro aziendale, permettendo in tal modo ai diversi operatori di esprimere un giudizio circa l'evoluzione societaria.

Della comunicazione volontaria ci occuperemo nel prossimo paragrafo. Si ritiene opportuno premettere che la comunicazione obbligatoria è vincolante per l'eventuale divulgazione volontaria, in quanto quest'ultima dovrà essere coerente con la prima.

1.4.2 La comunicazione volontaria

La comunicazione volontaria (*voluntary disclosure*) invece è l'atto mediante il quale vengono divulgate informazioni non imposte dalla legge. Essa risponde a diverse logiche, come “*la differenziazione dell'offerta informativa volta al soddisfacimento di alcuni bisogni, mirati e circoscritti di particolari categorie di stakeholder*”. Rappresenta pertanto un flusso informativo aggiuntivo¹⁸ rispetto a quanto previsto dall'ordinamento giuridico, soddisfacendo i fabbisogni

¹⁷ Per un maggiore dettaglio si veda il paragrafo successivo (1.4.2).

¹⁸ Le informazioni aggiuntive devono comunque far parte del patrimonio informativo dell'azienda e la loro comunicazione dovrebbe comportare un aumento della trasparenza nonché influenzare in maniera positiva il processo di creazione della ricchezza aziendale. (Boesso, 2011)

conoscitivi del mercato con l'intento di ottenere una maggiore fiducia e consenso da parte degli interlocutori¹⁹ (Rija, 2011).

La distinzione tra *mandatory disclosure* e *voluntary disclosure* non è sempre chiara. Ad esempio, la legge può prevedere l'obbligo di divulgare informazioni su determinate questioni, senza definire in maniera precisa e dettagliata la tipologia di informazione richiesta. Tale divulgazione si potrebbe considerare volontaria, in quanto non vi è una descrizione dettagliata delle informazioni da comunicare; tuttavia si può sostenere l'obbligo imposto dalla legge di diffondere le informazioni su tale questione, ritenendo in tal caso la comunicazione obbligatoria.

Definire la *voluntary disclosure* è sempre stato difficile a causa dell'ampia portata che ha e della varietà di forme che può assumere. Ad ogni modo, dato che si tratta di una divulgazione volontaria, non ci sono vincoli sulla forma o sul contenuto. Le società fanno ricorso alla comunicazione voluta soltanto se ne percepiscono l'utilità da parte del mercato per la valutazione del valore. Una divulgazione informativa volontaria è indispensabile qualora l'azienda si trovi in una situazione di difficoltà: in un momento di complessità, la *voluntary disclosure* deve essere in grado di informare gli operatori del mercato sulla piena consapevolezza da parte dell'organo manageriale dei motivi della crisi, conseguendo il loro appoggio per un percorso di rilancio e di risanamento. Inoltre, mediante la comunicazione volontaria, la società comunica ai suoi interlocutori che è orientata non solo al breve periodo, ma anche al lungo periodo mediante la messa in atto di una strategia di ampio respiro. (Guidara, 2011)

La comunicazione volontaria apporta alcuni vantaggi tra cui un minor costo medio del capitale, una maggiore credibilità, una maggiore possibilità di accesso ai mercati finanziari e migliori decisioni di investimento. Un investitore è disposto a ricevere un tasso di rendimento del capitale più basso se le società sono disposte a comunicare ulteriori informazioni rispetto a quelle previste dalla normativa vigente. Un'importante ricerca sulla relazione tra il livello di divulgazione volontaria e il costo del capitale azionario è quella di Botosan, resa nota nel 1997. I risultati empirici di tale ricerca suggeriscono una relazione negativa tra il costo del capitale azionario e il livello di *disclosure*. (Botosan, 1997)

¹⁹ Alla comunicazione voluta può essere attribuito un valore immateriale che rende agevole il rapporto con gli interlocutori, per i quali risulta essere indispensabile ricevere informazioni complementari rispetto a quelle già trasmesse in virtù di un obbligo normativo.

La comunicazione volontaria deve anche consentire al mercato di valutare in maniera adeguata il rapporto rischio-rendimento delle aziende di interesse, tenendo presente anche le prospettive dell'organo manageriale. Guatri ed Eccles (2000) evidenziano come le informazioni trasmesse non incidono soltanto sull'efficienza informativa del mercato²⁰ ma portano degli effetti positivi anche alle imprese, tra cui:

- Incremento della credibilità aziendale e dell'organo manageriale;
- Maggiore possibilità di accesso al credito;
- Incremento del numero di investitori durevoli;
- Incremento del valore dei titoli azionari;
- Incremento della liquidità delle azioni;
- Maggiore attenzione da parte degli analisti finanziari;
- Aumento del multiplo *Price Earning Ratio* (P/E);
- Minore intervento politico o legislativo;
- Potenziamento del legame con i propri fornitori;
- Aumento della stabilità nell'andamento azionario;

La comunicazione volontaria di dati extra-contabili però presenta per la società anche alcuni svantaggi, in particolare con riguardo ai costi necessari per la preparazione e la diffusione dell'informazione. I costi sono legati all'incremento degli incarichi amministrativi e, pertanto, all'aumento del personale dipendente preposto alla funzione di *investor relations* (Corvi E. , 1997). Non bisogna considerare soltanto i costi di produzione ma anche i costi competitivi, i costi di tipo "politico" e i costi "operativi indiretti". Inoltre, le informazioni diffuse possono ripercuotersi negativamente sul valore azionario o sulla capacità della società di procurarsi le risorse finanziarie necessarie. La scelta di comunicare al mercato informazioni in maniera volontaria deve essere sempre preceduta dall'analisi del rapporto costi-benefici tra mercato e azienda emittente. (Di Stefano, 1990)

La divulgazione volontaria è sempre più al centro dell'attenzione dei manager e negli ultimi anni le aziende hanno iniziato ad adottare un comportamento sempre più attivo nei confronti

²⁰ Per efficienza informativa del mercato si intende il riflesso di tutte le informazioni a disposizione degli operatori di mercato nel prezzo corrente di ogni titolo negoziato: F.Fama afferma che, in un tale mercato, il prezzo corrente di un titolo "*riflette pienamente*" tutte le informazioni disponibili. Egli inoltre distingue tra: "*efficienza in forma debole*" quando si ipotizza che i prezzi contengano le informazioni relative all'andamento storico degli stessi; "*efficienza in forma semi-forte*" qualora i prezzi si adeguano ad altre informazioni disponibili al pubblico (es. *annual reports*, *new security issues*, ecc); infine, "*efficienza in forma forte*" nel caso in cui i prezzi di mercato contengano tutte le informazioni, sia quelle relative all'andamento storico dei prezzi, che qualunque informazione pubblica nonché privata a disposizione. (F. Fama, 1970)

dei mercati. Nel corso degli anni si è ritenuto opportuno iniziare a fornire prospetti informativi riguardanti il futuro dell'azienda, permettendo al mercato di esprimere un giudizio sull'andamento gestionale previsto. Alcuni studi (Garcia-Meca, 2005), infatti, dimostrano come le aziende sono sempre più propense a comunicare informazioni riguardanti le strategie presenti e future, il modo di creare ricchezza per gli azionisti e il rapporto intrapreso con i propri clienti, ma sono contrarie nel comunicare informazioni riguardanti l'R&D e l'innovazione a causa del timore di non dover affrontare uno svantaggio competitivo.

I flussi di comunicazione dipendono dalla tipologia di società che si ha di fronte. Nel caso delle società non quotate questi risultano essere meno vasti rispetto a quelli delle società quotate, in quanto la platea di investitori si presenta meno ampia. Con riguardo alle società quotate, che rappresentano anche il campo di indagine di questo lavoro, si evidenzia l'interesse di un numero ampio di soggetti nel ricevere informazioni sull'azienda. (Quagli, 2004)

1.5 Il problema delle asimmetrie informative

Per garantire il corretto funzionamento del mercato è essenziale poter liberamente accedere a tutte le informazioni. Questo obiettivo può essere raggiunto mediante la riduzione delle asimmetrie informative, con successivo aumento della trasparenza informativa²¹. Grazie alla divulgazione di informazioni si riduce l'asimmetria informativa, comportando una minore incertezza per le parti interessate. (Bronzetti & Mazzotta, 2012)

Healy & Palepu (2001, p. 407-409) trattano il ruolo della comunicazione volontaria nei mercati regolamentati e il problema dei limoni: quest'ultimo è stato presentato dall'economista George A. Akerlof²². Tale economista, nonché professore dell'Università di California, per illustrare il concetto di informazione asimmetrica ha utilizzato come esempio le auto usate difettose, più comunemente denominate "limoni" in gergo americano. Il problema dei limoni è comune sia nel mercato dei beni di consumo che nel mercato degli investimenti o nel settore finanziario, compresi i mercati assicurativi e creditizi. Tale problema sorge nel momento in cui gli acquirenti e i venditori non possiedono le stesse quantità di informazioni utili per concludere una transazione: tale problema può causare un disfunzionamento dei mercati.

²¹ La trasparenza informativa ha un'importanza rilevante quando siamo di fronte a società che operano nel mercato mobiliare. Per riuscire a riconoscere il valore dei prodotti finanziari è indispensabile avere un alto livello di conoscenza delle caratteristiche e consistenza di tali beni. Il problema delle asimmetrie informative si pone proprio in presenza di un diverso grado di informazione tra l'organo manageriale e il mercato.

²² (A. Akerlof, 1970)

Healy & Palepu hanno individuato diverse soluzioni per il problema dei limoni:

- 1) In primo luogo, la stipula di contratti ottimali tra imprenditori e investitori. Questi forniscono un incentivo per la divulgazione delle informazioni, con conseguente allineamento dei loro interessi: tali contratti richiedono l'obbligo di diffondere informazioni che consentono di monitorare il rispetto degli accordi contrattuali e di valutare se l'imprenditore sta gestendo le risorse dell'azienda nell'interesse degli investitori esterni.
- 2) In secondo luogo, una soluzione può essere prevista dalla normativa vigente, la quale richiede la divulgazione di informazioni private.
- 3) La terza soluzione può essere riconosciuta agli analisti finanziari o alle agenzie di rating, che producono informazioni aggiuntive rispetto a quelle fornite dai manager.

Un aspetto trattato dalla letteratura è la relazione tra la divulgazione volontaria e le teorie dell'agenzia e dei segnali. La prima teoria (c.d. dell'agenzia) tratta la relazione tra gli agenti e i principali. Un problema di agenzia si pone nel momento in cui gli investitori non svolgono un ruolo attivo nella gestione aziendale: gli investitori, in qualità di principali, delegano tale attività agli imprenditori/dirigenti, che rappresentano il ruolo di agenti. Il contratto di agenzia comporta determinati rischi, dovuti all'adozione delle parti di un comportamento opportunistico, con conseguente massimizzazione della propria utilità: ad esempio, un imprenditore egoista avrebbe un incentivo ad espropriare i fondi dei risparmiatori (Jensen & Meckling, 1976). La teoria si occupa di risolvere i problemi che possono esistere nella relazione tra le due parti. Generalmente questi sono:

- Discrepanza tra gli obiettivi del principale e l'azione degli agenti che potrebbe non essere soggetta a controlli;
- Le differenze nell'accettazione del rischio.

Dati questi elementi, è facilmente comprensibile come la comunicazione volontaria possa ridurre i costi di agenzia. Pertanto, i dirigenti, nella consapevolezza che gli azionisti cercheranno di controllare il loro comportamento mediante l'attività di monitoraggio, possono avere l'incentivo di convincerli circa il loro modo ottimale di agire: la divulgazione volontaria può essere un mezzo per raggiungere questo obiettivo, pertanto, più i manager comunicano, minori saranno i costi di agenzia.

La seconda teoria (c.d. *signalling theory*) riguarda appunto la comunicazione tra gli agenti e i principali. Questa teoria è stata sviluppata da Spence nel 1973 e cerca di spiegare i flussi di

informazioni nel mercato del lavoro. La teoria mostra come gli agenti, a causa dell'asimmetria informativa, provano a colmare il vuoto trasmettendo informazioni affidabili. In altre parole, si tratta di agenti che cercano di ridurre la distanza e migliorare la trasparenza tra loro e i principali, e ciò mediante la comunicazione. Inoltre, secondo la teoria dei segnali, i dirigenti delle società che dimostrano una qualità superiore, vorranno distinguersi dalle imprese di qualità inferiore attraverso divulgazioni volontarie. Ad ogni modo, la qualità e l'affidabilità delle informazioni fornite devono essere molto elevate al fine di ottenere risultati migliori in termini di credibilità agli occhi del mercato. (Spence, 1973)

Il management aziendale da un lato ha l'incentivo di comunicare le informazioni utili per aumentare il valore che viene attribuito da parte del mercato alle prospettive di profitto dell'impresa, dall'altro lato, invece, tende a limitare la *disclosure* al fine di sfruttare le asimmetrie informative. Divulgare una più vasta informazione consente di arrivare a due obiettivi: in primis, permette agli investitori di poter prendere una decisione in maniera razionale, consentendo loro di allocare nel migliore dei modi le proprie risorse; in aggiunta a questo, verrebbe consentito al mercato di funzionare correttamente in quanto verrebbe diminuito significativamente il grado di asimmetrie informative tra gli investitori (Bronzetti & Mazzotta, 2012).

1.6 L'importanza della comunicazione

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, le divulgazioni non regolamentate di carattere sia finanziario che non, sono indispensabili per la presa delle decisioni economiche. Le imprese italiane sono state caratterizzate da uno sviluppo più lento della propensione alla comunicazione finanziaria per diverse cause, tra cui la compagine azionaria troppo ristretta e la limitata dipendenza dai mercati di capitali. Inoltre, in un mercato poco efficiente, le imprese sono inclini a diffondere solo le informazioni che fanno aumentare il valore delle azioni, con la conseguenza che tale informativa possa essere ritenuta priva di credibilità e pertanto di valore (Bini, 2000).

Diversi sono i fattori che hanno portato le imprese nel corso degli anni ad arricchire il flusso informativo verso il mercato. Un fattore è rappresentato dal crescente ruolo dei mercati finanziari, utile per il sostenimento degli investimenti necessari collegati allo sviluppo dell'azienda. Un secondo fattore è dato dall'evoluzione tecnologica che produce un continuo flusso di innovazioni di prodotto e di processo, superando i modelli di business tradizionali e realizzandone di nuovi, più adeguati ad affrontare l'innovazione. Altri fattori sono legati ad una maggiore consapevolezza del diritto all'informazione collegata alla necessità di sapere cosa

stanno facendo le aziende e cosa intenderanno fare in futuro. Il mercato deve pertanto ricevere informazioni adeguate a conoscere la realtà aziendale. (Bertinetti G. , 1996)

Le parti interessate devono però essere preparate a leggere e comprendere, ad esempio, una relazione annuale. Questo processo è facilitato dalla legge, nel caso della *mandatory disclosure*, in quanto fornisce le regole che devono essere seguite, aiutando i lettori ad avere una divulgazione equa su alcuni contenuti utili. Ciò non avviene nel caso della *voluntary disclosure* perché il contenuto non è determinato da norme o da altre regole: viene pertanto lasciata la libertà alle imprese di decidere il modo in cui farlo. In questo ultimo caso gli operatori del mercato devono capire quali sono gli elementi e gli argomenti più importanti su cui prestare attenzione.

Il pubblico di riferimento, come abbiamo già accennato, è costituito da un numero variegato di destinatari. Questi si dimostrano interessati alla vita dell'impresa per ragioni diverse, così come diversi sono i fattori a cui tali soggetti si affidano per stabilire l'atteggiamento da assumere nei confronti della società.

Il mercato è indispensabile nel processo di comunicazione in quanto determina i mezzi e la portata delle informazioni, sia finanziarie che non. Le imprese stanno raggiungendo livelli sempre maggiori di qualità di informazioni comunicate e l'incremento della concorrenza spinge ad aumentare sempre più il livello di trasparenza e la quantità delle informazioni divulgate. È inoltre possibile che alcune notizie comunicate dalle imprese siano percepite dal mercato come poco interessanti, e al contrario, il mercato potrebbe sentire il bisogno di essere informati su determinate questioni da loro ritenute importanti, ma di cui purtroppo la società non offre alcuna comunicazione.

Ovviamente, il mercato continuerà a chiedere una sempre maggiore quantità di informazioni, se la documentazione corrente non è sufficiente a ridurre l'asimmetria informativa²³. Nel caso in cui le società non adempino alle richieste del mercato, potrebbero incorrere in reazioni negative da parte dello stesso. D'altra parte, quando la divulgazione delle informazioni si trasforma in costi per la società, è probabile che il mercato interpreti la non divulgazione con meno sospetto perché i costi di divulgazione potrebbero superare i benefici per gli azionisti. (Verrecchia, 1983; Chen, DeFond, & Park, 2002)

²³ Le informazioni finanziarie richieste dal mercato possono essere utilizzate per effettuare una comparazione tra le diverse società presenti nello stesso settore o area geografica. Ciò consente di decidere in quale società investire, quanto capitale allocarci e il periodo temporale da tenere presente nell'analizzare i dati rilevanti. (Rocca, 2010)

Una ricerca empirica portata a capo da Mazzola ha evidenziato come, le società italiane che intendono mettere in atto una strategia orientata alla crescita, comunicano meglio rispetto alle altre, in quanto tali aziende vorrebbero far percepire agli interlocutori uno scenario ancora da realizzarsi (Quagli, 2004).

Un aspetto da non sottovalutare è la scelta dei responsabili tenuti alla divulgazione delle informazioni. Di solito tale decisione si basa sulle richieste degli investitori circa le informazioni da comunicare. I manager hanno incentivi a divulgare dati economico-finanziari nel caso in cui vengono ritenuti utili da parte degli operatori di mercato per la valutazione del valore d'azienda. Sarebbe opportuno che i soggetti tenuti alla divulgazione sviluppassero competenze specialistiche, le quali risulterebbero indispensabili per una corretta gestione della comunicazione aziendale.

La ricerca di Singhvi e Desai²⁴ dimostra l'esistenza di una relazione tra il livello di comunicazione aziendale e alcune variabili, tra cui la dimensione aziendale, il numero degli azionisti e il margine di profitto. Ulteriori studi (Cerf, 1961; Firth, 1979; Wallace, 1988; Coole, 1989; Wallace, Naser, & Mora, 1994; Inchausti, 1997; Owusu-Ansah, 1998²⁵) dimostrano come la dimensione dell'azienda è la variabile maggiormente utilizzata nella letteratura per spiegare i suoi livelli di divulgazione. Questa variabile influisce sulla quantità delle informazioni comunicate in quanto le società grandi, nella maggior parte dei casi, sono quotate nei mercati regolamentati, sostengono minori costi per la produzione dell'informativa da divulgare ed inoltre, operando in più paesi, devono rispettare tutti gli obblighi informativi locali.

Negli ultimi decenni, la comunicazione aziendale ha iniziato ad essere percepita come parte integrante della strategia aziendale. Una comunicazione vasta ed approfondita consente di ottenere un rapporto solido tra la società e gli operatori del mercato. Bozzolan (2005) sostiene inoltre l'importanza dell'affidabilità dell'informativa fornita al mercato. Quando l'organo manageriale comunica i risultati ottenuti dall'azienda in un determinato periodo, il mercato deve recepire sia che l'informazione risulti affidabile sia che i risultati di breve termine non provocheranno una perdita competitiva della società nel tempo. Se non si comprova l'affidabilità dell'informazione, ogni ulteriore comunicazione proveniente da tale organo, verrà considerata non attendibile. All'opposto, per i manager sarà più facile comunicare al mercato risultati negativi qualora ne venissero esplicitate le ragioni: se il mercato ritiene tali cause momentanee, molto probabilmente non vi sarà alcun effetto negativo sulla quotazione; effetto

²⁴ Si vedano (Quagli & Teodori, 2005, p. 39)

²⁵ Si veda Previts (2008, p. 198)

che invece si sarebbe prodotto qualora la società non avesse comunicato nulla a riguardo oppure qualora si fosse limitata all'informativa obbligatoria.

CAPITOLO 2 - IL PIANO INDUSTRIALE: UNO STRUMENTO DI COMUNICAZIONE AZIENDALE

2.1 Introduzione

Nel capitolo precedente è stata messa in evidenza la necessità di aumentare la frequenza comunicativa con il mercato, portando alla soddisfazione delle esigenze informative dei diversi interlocutori.

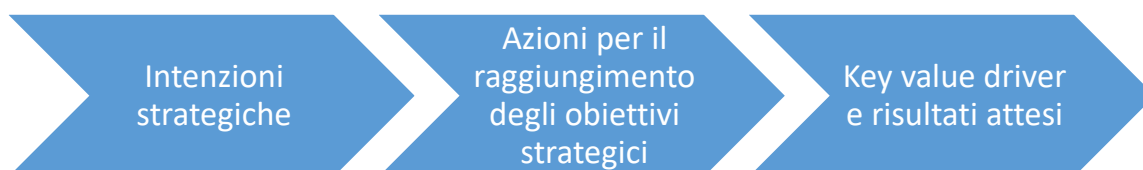
Negli ultimi anni la comunicazione è diventata decisiva nel pianificare le strategie aziendali (Beretta, 2007). Questo capitolo è incentrato sul piano industriale, un documento che svolge un ruolo molto importante nella comunicazione aziendale, in quanto rappresenta un mezzo mediante il quale svolgere la pianificazione strategica. A differenza di altri documenti resi noti all'esterno, il piano industriale non è assoggettato ad alcun vincolo normativo, ragione per cui rientra nella categoria degli strumenti della comunicazione volontaria. Data l'utilità del piano industriale, ogni azienda potrebbe farne utilizzo, indipendentemente dall'attività svolta da essa, dalla tipologia di compagine sociale e dalla grandezza del mercato di riferimento.

In questo capitolo verranno indicate le caratteristiche principali del piano industriale, la struttura tipica dello stesso, i motivi alla base della sua redazione e i requisiti che deve possedere per essere considerato un piano di qualità. Si vogliono pertanto fornire tutte le informazioni necessarie affinché si possa comprendere l'importanza di una corretta pianificazione, per poi successivamente attuarla.

2.2 Il piano industriale

Borsa Italiana definisce il piano industriale e afferma quanto di seguito:

“Il piano industriale è il documento che illustra in termini qualitativi e quantitativi le intenzioni del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi”



Il piano industriale mette in evidenza la strategia competitiva che l'organo manageriale vuole conseguire con riguardo ad un solo ramo d'azienda, ad una singola area strategica d'affari (ASA) oppure all'integrale business aziendale. Questo documento viene redatto dalle aziende per pianificare l'attività futura, consentendo al management di focalizzarsi sulla definizione delle strategie intenzionali che creino valore per gli azionisti (Borsa Italiana, 2003). Può inoltre essere impiegato per evidenziare i progressi degli anni passati, mettendoli a confronto con il piano industriale precedente, se esistente.

Il piano industriale può essere rivolto non solo al mercato per attirare risorse finanziarie, ma può avere come riferimento anche i soggetti interni all'azienda, quali i manager, il Consiglio di Amministrazione e la compagine sociale.²⁶ La durata temporale del piano è media-lunga e si procede con l'elaborazione periodica al fine di monitorare il percorso evolutivo dell'idea imprenditoriale²⁷ e di mettere in evidenza la modalità con cui l'attività verrà condotta (Stutely, 2005). Inoltre, maggiore è l'intervallo di tempo considerato (es. 3, 5 o più anni) più alta è la probabilità che le aziende procedano all'interno di questo periodo di tempo con degli aggiornamenti, fino alla predisposizione del piano successivo.

Per un'azienda, comunicare i propri dati prospettici e le proprie previsioni non è facile: le stime potrebbero risultare sbagliate e ciò allarmerebbe gli operatori del mercato, soprattutto gli investitori. L'impresa, nonché i manager della stessa, in tal caso rischierebbe la credibilità del mercato. Nel caso contrario, la società potrebbe trarre dei benefici, in quanto potrebbe stabilire con i destinatari dell'informazione una relazione aperta, un dialogo, utile in tema di suggerimenti da parte degli stessi.

2.2.1 Obiettivi e motivi alla base della redazione del piano industriale

In seguito all'importanza che la redazione del piano industriale ha assunto e all'incremento delle aziende che hanno fatto ricorso alla quotazione negli ultimi decenni, Borsa Italiana ha ritenuto opportuno pubblicare una guida che sia di supporto nella stesura delle differenti parti del piano industriale.²⁸

²⁶ Su scelta dell'azienda è possibile rendere pubblico tale documento oppure una presentazione schematizzata dello stesso, indirizzandola all'intero mercato.

²⁷ Il monitoraggio del percorso evolutivo dell'azienda è molto importante in quanto consente di studiare la distanza tra la visione originale dell'imprenditore e il contesto specifico del momento.

²⁸ (Borsa Italiana, 2003)

Borsa Italiana si esprime anche circa il principale obiettivo del piano industriale, ossia: *“consentire al management di definire in che modo l’azienda intende accrescere il valore creato per gli azionisti.”* Pertanto, l’obiettivo del piano industriale dovrebbe essere quello di focalizzarsi sul futuro aziendale e sulle strategie da adottare al fine di creare valore per gli azionisti: aspetti di importante rilevanza per gli investitori nella presa delle decisioni riguardante l’investimento delle proprie risorse.

Secondo (Mazzola, 2003) il piano industriale è uno strumento utile per:

- Il management, in quanto chiarisce il contenuto della strategia adottata e le azioni che dovranno essere messe in atto per poterla raggiungere;
- I componenti del CdA, al fine di poter svolgere al meglio il loro ruolo strategico, di controllo e di networking;
- L’impresa, per ottenere le risorse necessarie al raggiungimento degli obiettivi prefissati; altresì le società quotate, per raggiungere il consenso del mercato finanziario e degli investitori istituzionali alla strategia intrapresa.

Per rendere efficace il piano industriale bisogna rispettare dei canoni (Camilletti, Di Diego, & Gigli, 2013):

- a) Essere chiari nel descrivere gli obiettivi prefissati;
- b) Esporre come si intende raggiungere tali obiettivi;
- c) Evidenziare come saranno soddisfatte le attese del mercato.

Per redigere un piano industriale è necessario impiegare tanto tempo, risorse e competenze, ragione per cui le aziende devono procedere alla redazione del piano industriale per delle ragioni ben precise, evitando pertanto che tale documento diventi fine a sé stesso. Diverse sono le ragioni che spingono le aziende a redigere un piano industriale, le quali dipendono dal pubblico cui viene indirizzato tale documento, dallo scopo e da cosa l’azienda vuole effettivamente comunicare.

Uno dei motivi alla base della redazione del piano industriale è la necessità di ottenere risorse dall’esterno, da parte di un finanziatore oppure da un investitore di capitale: risorse utili al fine di poter attuare le scelte strategiche. È molto importante comprendere quali sono le principali caratteristiche dei soggetti cui rivolgere tale documento, in modo tale da preparare il piano industriale ponendo attenzione anche alle principali richieste che tali soggetti esterni potrebbero rivolgere (Stutely, 2005). La redazione del piano industriale può essere anche spinta dalla necessità di dover giustificare le ragioni che hanno portato l’azienda a reinvestire gli utili conseguiti, preferendolo alla distribuzione degli stessi agli azionisti.

Il piano non ha fini esclusivamente finanziari altrimenti verrebbe sottovalutato il suo significato: la pianificazione²⁹ (Bove, 2012). Anche secondo Di Diego & C. (2013) la predisposizione e divulgazione del piano industriale può essere spinta da ulteriori motivi oltre all'ottenimento delle risorse necessarie per attuare le strategie definite, tra cui:

- Il miglioramento dell'organizzazione aziendale, consentendo all'impresa di aumentare le probabilità di avere successo;
- La valutazione d'azienda in caso di operazioni straordinarie;
- La creazione di un piano successorio manageriale in vista di un passaggio generazionale;
- L'identificazione di nuovi prodotti o di nuovi mercati di sbocco;
- L'allineamento degli obiettivi e delle strategie nelle società complessivamente organizzate;
- Miglioramento della gestione di tutte le funzioni aziendali.

Il piano industriale può inoltre essere uno strumento molto utile per le aziende in crisi, in quanto ha la funzione di individuare e ufficializzare le modalità mediante le quali l'organo manageriale si propone di superare tale periodo di difficoltà, raggiungendo nuovamente l'equilibrio e la prospettiva della continuità aziendale. La comunicazione del piano industriale in caso di crisi d'impresa è un momento molto delicato in quanto, una sua cattiva gestione, può compromettere l'implementazione del processo di risanamento. (Camilletti, et al., 2012)

Secondo Borsa Italiana (2003), la strutturazione del piano industriale dovrebbe consentire:

- La massimizzazione della creazione di valore nel lungo periodo;
- La realizzazione di una guida per la gestione delle attività aziendali;
- Lo sviluppo di uno strumento di apprendimento: riportare le scelte strategiche e le azioni da compiere per realizzarle in un documento, fa sì che il piano diventi uno strumento di apprendimento per le risorse implicate, coinvolgendole al conseguimento degli obiettivi prefissati e definendone i ruoli e le loro responsabilità³⁰.

²⁹ Anche Quagli et al. sostengono che il piano industriale, nonostante rappresenti uno strumento indispensabile per la raccolta del capitale, non deve essere considerato solamente un documento da sottoporre ai possibili investitori, ma dovrebbe essere visto anche come uno strumento caratterizzato da un'alta valenza organizzativa e gestionale. (Quagli, Panizza, Iotti, Camanzi, & Contri, 2012)

³⁰ Il raggiungimento degli obiettivi prefissati dalla società dipende molto dall'impegno che le risorse umane pongono nell'espletamento del loro ruolo e dal modo in cui interpretano la loro missione. Affinché si possano ottenere i migliori risultati è necessario che si faciliti la comunicazione interna, assegnandone i ruoli e le responsabilità in maniera adeguata e in base alle conoscenze e abilità di ognuno. È indispensabile che venga assicurato anche un percorso formativo e che vengano monitorati i risultati raggiunti. (Barbisan, Manzani, Miurin, Rigon, & Rosso, 2010)

- La preparazione al confronto con il mercato finanziario, limitando il rischio che questo non comprenda le scelte strategiche adottate dall'azienda.
- La definizione del piano degli incentivi legati alla performance aziendale.

Il piano industriale inoltre è uno strumento che consente di avere una visione integrata dell'azienda, in quanto riepiloga tutte le informazioni più importanti di un progetto imprenditoriale: la strategia realizzata e le intenzioni strategiche, l'action plan e gli aspetti economico-finanziari, nonché informazioni sui prodotti, sulla tecnologia utilizzata e sui mercati in cui opera l'azienda. Questo documento permette inoltre di conoscere i punti di forza e di debolezza dell'azienda o del progetto stesso.

2.2.2 Le fasi di un processo di pianificazione industriale

Il piano industriale, una volta predisposto, non deve finire nel dimenticatoio. Al fine di gestire un'azienda nel migliore dei modi è necessario pianificare sempre. Infatti, molte sono le società che oltre a predisporre il piano industriale ne provvedono al suo adeguamento, considerando le nuove idee e confrontando gli obiettivi prefissati con i risultati raggiunti. Sette sono le fasi del processo di pianificazione industriale³¹ (Camilletti, Di Diego, & Gigli, 2013):

1. La valutazione della situazione;
2. Lo sviluppo della mission;
3. La preparazione alla pianificazione industriale;
4. La definizione degli obiettivi;
5. L'elaborazione del piano industriale;
6. La fissazione degli obiettivi delle risorse umane;
7. Il monitoraggio del processo.

³¹ Si veda anche Figura 2.1.

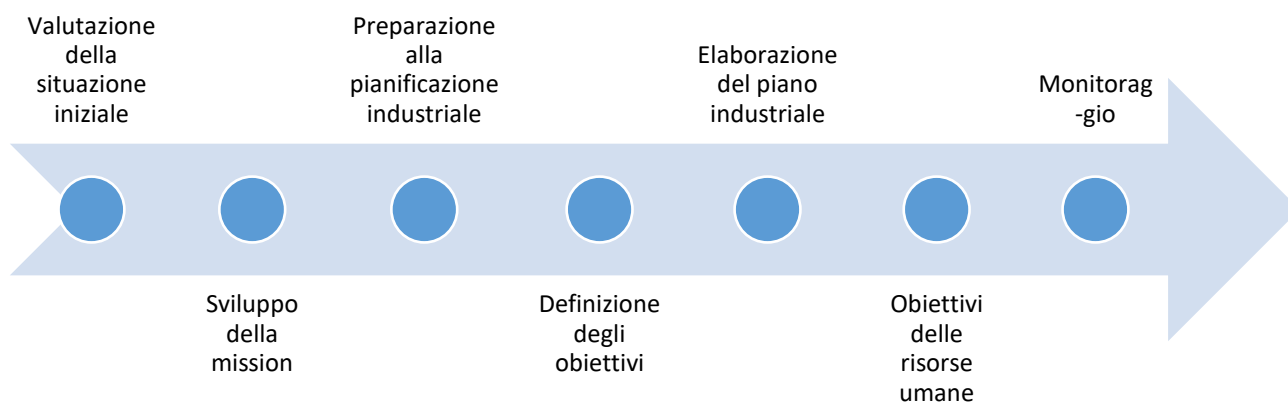


Figura 2.1. Le sette fasi del processo di pianificazione. Fonte: (Camilletti, Di Diego, & Gigli, 2013)

La prima fase è dedicata alla valutazione della situazione in cui l'azienda si trova prima di iniziare il processo di pianificazione, ovvero quali sono i suoi principali punti di forza e di debolezza, quali sono stati gli errori commessi in passato e cosa bisognerebbe fare per evitare di ricommetterli nuovamente. Nella fase successiva è necessario definire accuratamente la *vision*, la *mission* ed eventualmente il vantaggio competitivo. Solo successivamente inizia il vero e proprio lavoro di pianificazione: viene nominato il coordinatore e i membri del team, si definiscono le fasi del processo e si procede alla raccolta delle informazioni³². Raccolte le informazioni si procede con la definizione degli obiettivi, una fase molto importante e preliminare all'elaborazione del piano industriale. Gli obiettivi assumono un valore molto importante in quanto rappresentano l'essenza del piano industriale; questi devono essere realistici e riferiti ad un orizzonte temporale ben definito.

Delineati gli obiettivi che si vogliono raggiungere, si procede con l'elaborazione del piano industriale, il quale deve rispettare la coerenza tra le intenzioni strategiche, l'action plan e le simulazioni economico-finanziarie. Una volta completato, è importante che vengano fissati i

³² Ad esempio, si fanno indagini di mercato, si analizzano lo scenario competitivo e il vantaggio competitivo, e ciò mediante l'accesso a banche dati o l'aiuto di consulenti specializzati.

ruoli e le responsabilità da attribuire alle risorse umane: vi sarà pertanto la traduzione degli obiettivi a livello aziendali in obiettivi individuali³³.

Infine, per garantire il successo dell'azienda è indispensabile adottare un percorso di monitoraggio del processo. L'impiego di KPI (*Key performance indicator*) nella rappresentazione del modello economico aziendale all'interno del piano industriale favorisce l'esecuzione della fase di monitoraggio dello stesso, in corso di suo avanzamento. In caso di scostamenti tra risultati conseguiti e programmati è necessario intervenire mediante l'applicazione di interventi correttivi.

2.2.3 Cenno alla struttura del piano industriale

Come è stato già affermato in precedenza, rispetto ad altri documenti (es. bilancio), non vi è alcuna normativa che detti le regole per la predisposizione del piano industriale. Borsa Italiana ha inoltre previsto uno schema standard, così composto:

1. Executive Summary

- 1.1. Il progetto strategico proposto
- 1.2. Le principali azioni realizzative
- 1.3. Sintesi dei principali dati finanziari attesi

2. La strategia realizzata

- 2.1. La strategia competitiva corporate
- 2.2. La strategia competitiva delle singole SBU
- 2.3. Evoluzione dei principali dati finanziari storici per SBU

3. Le intenzioni strategiche

- 3.1. Necessità e opportunità di un rinnovamento strategico
- 3.2. Le intenzioni strategiche a livello corporate
- 3.3. Le intenzioni strategiche a livello di SBU

4. L'Action Plan

- 4.1. Azioni, tempistica, manager responsabili
- 4.2. Impatto economico-finanziario delle azioni
- 4.3. Investimenti e modalità di finanziamento
- 4.4. Impatto organizzativo
- 4.5. Condizioni e vincoli all'implementazione

5. Le ipotesi e i dati finanziari prospettici

- 5.1. Modello economico
- 5.2. Le ipotesi alla base delle previsioni economico-patrimoniali-finanziarie

³³ I responsabili di ciascuna funzione verranno informati circa gli obiettivi che dovranno raggiungere. Ad esempio, il responsabile della produzione riceverà le informazioni riguardanti la produttività prevista nel piano industriale. Questo ultimo non può avere successo se le risorse umane da coinvolgere non vengono identificate correttamente. (Camilletti, Di Diego, & Gigli, 2013)

- 5.3. I dati previsionali a confronto con i dati storici
- 5.4. Le direttrici di analisi dei risultati gestionali
- 5.5. Andamento dei key value driver
- 5.6. Analisi di sensitività
- 5.7. Aspetti critici da evidenziare

La struttura del piano industriale si suddivide pertanto in due dimensioni: una dimensione quantitativa e una dimensione qualitativa, legate tra di loro e complementari (Bianchi Martini, et al., 2007). La parte qualitativa del piano industriale è rappresentata per esempio dall'esposizione del business aziendale, del contesto competitivo, del mercato in cui l'azienda opera, dell'organizzazione aziendale, delle politiche di investimento e di finanziamento e così via. Considerato lo schema standard previsto da Borsa Italiana, si può affermare che in tale dimensione rientri la sezione relativa alla strategia realizzata, alle intenzioni strategiche e all'*action plan*. La sezione quantitativa è invece formata dai dati economici, patrimoniali e finanziari prospettici. (Naccarato, 2017)

Se si prendesse in considerazione soltanto la sezione qualitativa, senza studiare la dimensione economico-finanziaria, le analisi effettuate rimarrebbero astratte, senza alcun riscontro sulla fattibilità operativa³⁴. Allo stesso modo, analizzare solo la parte quantitativa comporterebbe un'incapacità nel dare significatività ai dati analizzati (Bianchi Martini, et al., 2007). Pertanto, la mancanza della dimensione qualitativa renderebbe i dati numerici un mero esercizio quantitativo; invece l'assenza di informazioni quantitative farebbe sì che il piano industriale risultasse un documento narrativo poco utile (Naccarato, 2017).

L'entità di dettaglio delle varie sezioni del piano industriale dipende dal pubblico cui viene indirizzato il documento e dall'attività che viene svolta dall'azienda. Dopo che il management abbia definito la strategia dell'azienda, è necessario che il processo decisionale segua tre livelli distinti: il livello corporate, il livello di BU, il livello di singole funzioni. Le decisioni strategiche seguono generalmente una logica di tipo *top down*, il che significa che inizialmente devono essere definite quelle relative al livello corporate e successivamente quelle relative ai livelli inferiori. (Truant, 2014)

³⁴ “Un piano industriale senza proiezioni economiche finanziarie è come una macchina senza le ruote: non andrà da nessuna parte”. (Di Diego, 2016)

2.3 La reazione del mercato e degli analisti finanziari alla pubblicazione del piano

Prima di analizzare il ruolo ricoperto dagli analisti finanziari nel mercato, risulta appropriato evidenziare come il mercato reagisce al momento della divulgazione informativa da parte delle società. Burton et al.³⁵ hanno cercato di comprendere i comportamenti del mercato alla comunicazione da parte delle società di informazioni qualitative. Questi evidenziano come la divulgazione delle informazioni influenzano i prezzi di mercato: quando le società divulgano buone notizie, di prassi ci si attende una revisione delle stime al rialzo da parte degli operatori di mercato. Quando invece viene immessa nel mercato una cattiva notizia, ci si aspetta che gli operatori rivedano le loro convinzioni verso il basso. Però, in un contesto di mercato, se alle cattive notizie gli investitori collegano una perdita, si inizia a percepire il rischio e ciò si traduce in un aumento del prezzo azionario rispetto al loro valore prima della comunicazione. E viceversa, se le buone notizie vengono intese come un guadagno, il prezzo delle azioni tenderanno a diminuire. Ciò è collegato al fatto che gli *shareholder* sono più propensi a detenere le perdite, in vista di una futura ripresa, e di vendere le azioni quando i prezzi aumentano, ottenendo un guadagno. Allo stesso tempo, gli investitori cercheranno di comprare le azioni a prezzi bassi per poi rivenderle quando il prezzo sarà aumentato, conseguendo un guadagno.

Pertanto, per poter stimare il comportamento del mercato, è necessario tenere presente la propensione al rischio degli investitori e il valore che questi attribuiscono all'investimento, e dunque all'azienda. Burton et al. dichiara che ogni operatore detiene un comportamento differente, anche in base alle proprie conoscenze, però sottolinea che, qualora una reazione sia estrema, questa possa influenzare l'andamento generale del mercato in maniera più forte rispetto al caso in cui le reazioni risultino essere più conservative. Inoltre, le scelte degli *shareholder* sono condizionate dalle scelte di gruppo oppure dagli analisti finanziari.

Gli analisti finanziari assumono un ruolo rilevante nella realizzazione dell'informazione esterna aziendale. Questi hanno come funzione principale lo studio del trend aziendale da un punto di vista reddituale, finanziario e patrimoniale, con il fine di anticiparne l'andamento e il valore economico futuro nonché di stimare le tendenze del prezzo azionario. (Melis, 2008)

In genere, gli analisti finanziari svolgono la funzione di intermediari tra l'organo manageriale delle società analizzate e i mercati finanziari e il report da essi redatto rappresenta un supporto per la decisione di investimento. La formazione, l'attività e l'esperienza dell'analista ha ad oggetto *“lo studio, l'analisi e la valutazione di aziende e di investimenti in strumenti e prodotti finanziari, l'elaborazione di rating sul merito di credito (credit rating) di società emittenti di*

³⁵ (Burton, Coller, & Tuttle, 2006)

prestiti obbligazionari o di altri titoli di debito e l'elaborazione di previsioni economico-finanziarie sulle prospettive dell'andamento di un'azienda, quotata o meno". (Bertinetti, Cavezzali , & Rigoni, 2009)

Gli analisti finanziari, nello svolgere la loro funzione, seguono un percorso di tipo *input-modello di analisi-output*³⁶: questi, in una prima fase, raccolgono il maggior numero di informazioni possibili, sia con riguardo al passato che al presente, che siano state divulgate dalla società oppure reperite mediante analisi settoriali o analisi macroeconomiche. Lo step successivo è caratterizzato dalla rielaborazione dei dati ottenuti, i quali attraverseranno successivamente una fase di analisi mediante l'implementazione di un criterio di valutazione. Infine, sulla base del risultato ottenuto, l'analista redigerà un report nel quale comunicherà un prezzo obiettivo e un suggerimento d'investimento.

In base ad una analisi condotta dalla società inglese Radley Yeldar nel 2015, emerge come gli analisti finanziari prendono come riferimento non soltanto le informazioni di tipo finanziario (in tal caso verrebbe elaborato un *financial report*) ma utilizzino anche una vasta gamma di informazioni extra-finanziarie (si veda Figura 2.2). L'analisi condotta dimostra come, oltre l'80% del campione analizzato, corrispondente a 35 analisti, ritiene che le informazioni extra-finanziarie siano rilevanti nel processo decisionale di investimento.

Relevance of financial and extra-financial factors for analysis

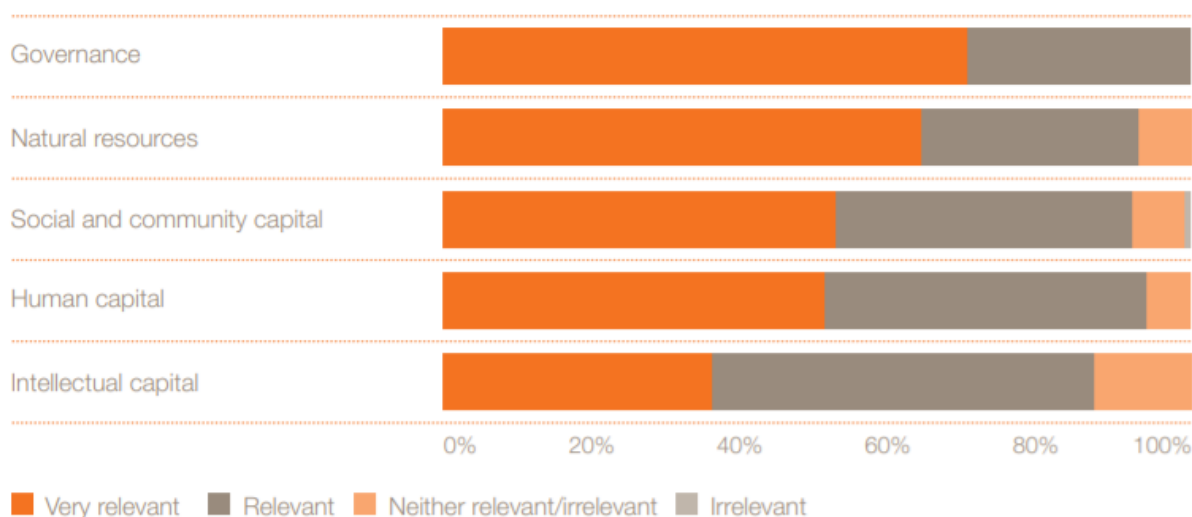


Figura 2.2: *Relevance of financial and extra-financial factors for analysis*. Fonte: (Radley Yeldar, 2015)

³⁶ (Bertinetti, Cavezzali , & Rigoni, 2009)

La divulgazione del piano industriale rappresenta un'occasione sia per gli analisti che per gli investitori, al fine di *“giudicare le direttrici e l'intensità dello sviluppo aziendale nel medio-lungo periodo e cogliere, dunque, la filosofia di fondo che dovrebbe giustificare e spiegare ogni scelta, anche operativa, assunta in futuro”* (Branciarì, 2003)

Secondo alcuni studi passati³⁷, non vi è obiettività nelle analisi degli analisti. I risultati da essi conseguiti dimostrano come, nel valutare il profilo di rischio di un'azienda e la credibilità delle sue strategie di crescita, questi tendono a guardare l'affidabilità dell'azienda. Gli analisti e gli investitori considerano le società affidabili meno rischiose e gli investitori sembrano essere disposti ad accettare un rischio finanziario più elevato per lo stesso livello di rendimento oppure rendimenti più bassi per lo stesso livello di rischio. Ricerche successive mostrano come le società con una reputazione più forte sembrano affrontare la volatilità del mercato meglio di quelle con una reputazione più bassa. Allo stesso modo, viene evidenziato come, le azioni delle società che godono di una buona reputazione soffrono meno e si riprendono più rapidamente dagli arresti del mercato azionario dovuti a crisi societarie, rispetto alle azioni di società scarsamente considerate.

La ricerca di Mazzola et al. invece, ha analizzato il contenuto di 62 piani industriali presentati alla comunità finanziaria da parte delle società quotate nella Borsa di Milano. Successivamente, è stata studiata la variazione a breve termine del prezzo delle azioni subito dopo la presentazione, nonché i commenti e le reazioni della comunità finanziaria. La ricerca mostra come alcune società sono percepite dalla comunità finanziaria come più affidabili e responsabili di altre. A sua volta, questa reputazione sembra influenzare positivamente la capacità di queste aziende di raccogliere il consenso del pubblico per la realizzazione di ambiziosi piani industriali.

Anche se i diversi studi condotti nel corso degli anni ritengono che gli analisti danno maggiore importanza all'affidabilità delle società e non al contenuto dei piani industriali pubblicato, è anche vero che l'affidabilità e la credibilità dell'azienda viene conseguita nel tempo grazie all'impegno dell'organo manageriale. Inoltre, è molto probabile che un'azienda seria abbia determinato accuratamente tutte le variabili della strategia.

³⁷ Si veda (Mazzola , Ravasi , & Gabbioneta, 2006)

2.4 L'importanza del piano industriale nella comunicazione aziendale

Abbiamo visto nei paragrafi precedenti quanto l'informazione di tipo prospettica sia importante per il mercato e come il piano industriale può essere ritenuto uno strumento utile per la comunicazione al mercato di una tale informativa.

Il piano industriale è l'effetto di un processo di pianificazione, indirizzato alla selezione, formulazione e verifica di una idea imprenditoriale volta allo sviluppo, o comunque a garantire la continuità di un'azienda già operativa. Questo documento rappresenta uno strumento di coordinamento e influenza per i soggetti interni, nonché uno strumento di comunicazione per il mercato. Si può affermare che tre sono i fini perseguiti dal piano industriale, ossia (Naccarato, 2017):

- Comunicare l'idea imprenditoriale coinvolgendo l'intero mercato;
- Far conoscere l'azienda, elaborare e valutare il progetto imprenditoriale, valutare le risorse possedute e acquisibili, identificare i rischi cui l'azienda è assoggettata;
- Monitorare l'avanzamento del progetto imprenditoriale, analizzare i progressi, definire l'*action plan* e le risorse che verranno impiegate nella realizzazione del piano.

Un buon piano industriale non indica soltanto gli obiettivi e i risultati attesi, ma fornisce una spiegazione chiara e coerente sulle relazioni causali che collegano le intenzioni strategiche, il piano d'azione e i risultati finali. La pianificazione è spesso circondata da incertezze riguardanti i cambiamenti ambientali, le reazioni dei concorrenti e le reazioni del mercato. Se il mercato ritiene che il piano industriale non si possa attuare, per la società sarebbe molto difficile riuscire a raggiungere le performance desiderate.

Grazie al piano industriale, viene offerta la possibilità alle società di pensare alla modalità con cui attuare la strategia, anche dal punto di vista delle tempistiche e delle risorse da impiegare. Come abbiamo visto in precedenza, il mercato è un partecipante attivo nel determinare l'informativa volontaria e il suo grado di diffusione. È evidente come, di fronte a un mercato che richiede sempre maggiori informazioni, la documentazione imposta dalla legge non sia sufficiente a coprire l'asimmetria informativa. Il piano industriale è uno degli strumenti che consente di ridurla, favorendo la condivisione delle informazioni riguardanti gli obiettivi futuri (Quagli, Panizza, Iotti, Camanzi, & Contri, 2012).

La pianificazione è sempre stata vista come uno strumento necessario affinché l'attività dei manager possa considerarsi efficace. Alcuni studiosi, tra cui Fayol³⁸, ritenevano che il processo

³⁸ Si veda (Bubbio, Cavallaro, & Gulino, 2016)

di management si dovesse caratterizzare per cinque attività: pianificare, organizzare, comandare, coordinare, controllare. L'attività più difficile delle cinque è pianificare in quanto richiede la partecipazione attiva dell'intera organizzazione.

Per concludere si può affermare che una corretta pianificazione aziendale – ovvero la catena costituita dal pensare, decidere e pianificare – permette di tenere l'andamento aziendale sotto controllo. (Gatti, 2014)

CAPITOLO 3 – INTRODUZIONE ALL'ANALISI EMPIRICA

3.1. Domande di ricerca

In questa seconda parte dell'elaborato verrà effettuata un'introduzione all'analisi empirica. Questa prende come riferimento le società quotate nella Borsa Italiana che hanno predisposto e reso pubblico il piano industriale: si vuole andare a verificare se nella loro redazione sono stati rispettati i requisiti di completezza e credibilità, se le previsioni effettuate rispecchiano i risultati raggiunti, e se la pubblicazione del piano industriale ha impattato sull'andamento dei prezzi azionari.

3.1.1 Rispetto dei requisiti di completezza e credibilità

Una volta comprese le ragioni che potrebbero spingere le aziende a redigere il piano industriale, è necessario che queste seguano un percorso logico e coerente affinché possano raggiungere l'obiettivo prefissato. Un buon piano industriale deve essere completo e credibile. La completezza va valutata attraverso (Naccarato, 2017):

- La dimensione qualitativa e quantitativa del piano (si veda paragrafo 2.2.3 per maggiori dettagli);
- Le ipotesi alla base del piano industriale, le quali devono prendere in considerazione sia gli aspetti interni che esterni all'azienda; inoltre, queste devono rispettare il principio di chiarezza e solidità del presupposto.

Affinché un piano industriale venga ritenuto credibile, è necessario che rispetti il requisito di sostenibilità finanziaria, di coerenza e di attendibilità. Questi sono i tre requisiti fondamentali che secondo Borsa Italiana³⁹ un piano deve possedere. Vediamoli ora in dettaglio:

- a) La sostenibilità finanziaria: nella stesura del piano industriale è necessario che l'organo manageriale determini le fonti di finanziamento che più si adattano ai fabbisogni finanziari legati all'attuazione della strategia, individuandone l'equilibrio tra le fonti interne e le fonti esterne⁴⁰. Sarebbe pertanto opportuno che, durante il periodo del piano industriale, i *cash flow* siano sufficienti per fronteggiare gli assorbimenti del capitale circolante e degli investimenti netti essenziali, mentre si dovrebbe ricorrere ad un capitale aggiuntivo (proprio o di terzi) per coprire gli eventuali investimenti connessi

³⁹ (Borsa Italiana, 2003)

⁴⁰ (Broccardo, 2012)

alla crescita futura. Ad ogni modo, l'appello al capitale di rischio dovrebbe essere fatto tenendo conto dell'attuale indebitamento della società e del suo profilo di rischio.

- b) La coerenza è un requisito endogeno del piano industriale. Tale requisito evidenzia come, le diverse sezioni del piano industriale, non devono essere caratterizzate da incompatibilità, bensì da un nesso causale: ci deve essere un riflesso delle strategie nelle azioni preventivate che, a loro volta, si devono rispecchiare nei dati economico-finanziari prospettici. Per completare la valutazione della coerenza si procede con le analisi di sensitività e di scenario. La prima (c.d. *what if analysis*) permette di verificare come cambierebbero le principali variabili qualitative e quantitative, ossia quelle che incidono maggiormente sulla creazione del valore, al variare delle ipotesi di base⁴¹. Poiché il piano industriale si basa su un insieme di assunzioni, che possono essere caratterizzate da incertezza, questa analisi consente di individuare le ipotesi chiave del piano industriale, ossia quelle che genererebbero conseguenze negative nel caso in cui non si verificassero. In tal caso sarebbe adeguato effettuare maggiori indagini nella stima di tali variabili (Naccarato, 2017). La seconda analisi (c.d. di scenario) consiste nel creare differenti scenari più ottimistici e più pessimistici. Non si tratta come nel caso dell'analisi di sensitività di far variare singolarmente i valori delle ipotesi, ma vengono creati degli scenari supportati da ipotesi dettagliate e giustificabili.
- c) L'attendibilità del piano si manifesta mediante la formulazione di ipotesi reali e il riporto di risultati effettivamente raggiungibili. I dati contenuti nel piano sono attendibili se:
- 1) Sono allineati alle dinamiche del settore cui le società appartengono: bisogna prestare attenzione a non sovrastimare la domanda di mercato, a soddisfare i bisogni dei consumatori, ad analizzare correttamente il comportamento dei concorrenti, a stimare correttamente il potere contrattuale e a valutare in maniera precisa l'evoluzione del contesto normativo, tecnologico, sociale e ambientale.
 - 2) Sono confrontabili con i dati storici. Qualora i risultati attesi si distanziassero in maniera accentuata rispetto a quelli passati⁴², sarebbe opportuno evidenziare gli accertamenti a sostegno della loro credibilità.

⁴¹ Ad esempio, cosa succede all'EBITDA o al Reddito netto se il fatturato non aumenta del 10% bensì del 6%? Borsa Italiana sostiene che l'analisi di sensitività si debba incentrare sui principali *Key value driver* (KVD), sulle variabili del settore più rilevanti (come per esempio l'andamento della domanda oppure le innovazioni tecnologiche), sulle azioni più significative ed eventualmente sull'integrazione delle società di recente acquisizione.

⁴² Un esempio può essere la previsione di una crescita del fatturato più elevata rispetto a quella ottenuta negli esercizi precedenti.

- 3) Sono visibili, ossia se vi è una probabilità alta che i dati preventivati si realizzino.

Nel capitolo quattro andremo a verificare la qualità del piano industriale ossia se, le società del nostro campione di riferimento (si veda il paragrafo 3.2 per la descrizione del campione), abbiano rispettato i requisiti di completezza e credibilità nella stesura del piano industriale.

3.1.2 Bontà delle previsioni effettuate

Le ipotesi alla base del piano industriale sono caratterizzate dall'incertezza e la possibilità che le società riescano a raggiungere i risultati prefissati dipende da numerosi fattori, sia endogeni che esogeni. I risultati effettivamente raggiunti potrebbero differire da quelli previsti, sia in termini peggiorativi che favorevoli e l'impossibilità di raggiungerli dipende dagli imprevisti che possono intervenire. (Manzoni, 2013)

A causa dell'incertezza futura e della complessità nello stimare le reazioni dei *competitors*, si rende difficoltoso realizzare un modello di pianificazione perfetto, ma le aziende che pianificano il proprio futuro efficacemente hanno maggiore successo rispetto a quelle che non lo fanno in tale maniera. Il processo di pianificazione non è sempre lineare⁴³: generalmente la maggior parte delle società rivedono periodicamente il piano industriale e vi provvedono al suo aggiornamento⁴⁴. (Blythe, Cedrola, Martin, & Guaraldo, 2006)

“Predictions are difficult, especially about the future”. L'incertezza è proprio il motivo per cui c'è bisogno di strategia. Senza incertezza, servirebbe solo un piano per passare da A a B. Nella gestione di un'azienda ci sono molti elementi che non si possono controllare: il destino dell'economia, gli eventi politici, le azioni dei concorrenti, le reazioni del mercato e così via. La strategia richiede di affrontare l'incertezza abbracciando la nozione della probabilità (Bradley, Hirt, & Smit, 2018). Ad ogni modo un buon piano industriale sarà in grado di affrontare le sfide critiche e le minacce, cogliendo al contempo le opportunità per il futuro.

La scuola di pianificazione ha studiato a lungo la relazione empirica che collega la pianificazione aziendale e le prestazioni delle società, dimostrando come la pianificazione migliora generalmente l'efficacia delle azioni di gestione, facilitando così il raggiungimento

⁴³ Il processo di pianificazione lineare prevede il raggiungimento degli obiettivi partendo da una situazione iniziale ed eseguendo le azioni pianificate scrupolosamente nell'ordine previsto, senza accettare, durante l'arco temporale del piano, alcun feedback. In tale periodo possono però emergere dei problemi che fanno sì che le azioni previste non si realizzino nell'ordine prestabilito, portando al superamento del processo di pianificazione lineare, rendendo così ammissibile la possibilità che le variabili (es. risorse, tecnologia ecc.) possano subire un cambiamento durante la realizzazione del piano. (Marino & Posati, 2008)

⁴⁴ La revisione periodica del piano industriale consente di adattare le strategie alla situazione attuale.

degli obiettivi aziendali. Questo flusso di letteratura ha identificato vari effetti positivi della pianificazione, come un più rapido processo decisionale, l'ottimizzazione delle risorse e l'opportunità di evitare strategie errate (Delmar & Shane, 2003). Da questo punto di vista, la pianificazione aziendale implica innanzitutto la necessità di specificare gli obiettivi e successivamente di individuare le fasi necessarie per raggiungerli. Nel seguire queste fasi, le imprese dovrebbero tenere sotto controllo il loro obiettivo e le possibili deviazioni del piano industriale (Ferrari, Morone, & E. Tartiu, 2016).

Nel capitolo successivo si andrà a fare un confronto tra i dati economico-finanziari che le società avevano previsto nel piano industriale e quelli effettivamente raggiunti, al fine di constatare quanto le previsioni effettuate si siano realizzate. Come vedremo nel prossimo capitolo, non sarà possibile analizzare l'intero campione in quanto alcuni dei piani industriali presi come riferimento non si sono ancora conclusi, rendendo pertanto impossibile confrontare i dati previsionali con i dati conseguiti.

3.1.3 Impatto sui prezzi delle azioni

Dato che il piano industriale è un documento comunicativo molto importante, che influisce sulla relazione che la società ha con il mercato, la sua redazione e pubblicazione potrebbe attrarre l'attenzione di ulteriori investitori disposti ad investire le proprie risorse nella società.

I prezzi delle azioni quotate in borsa subiscono oscillazioni continue e lo scambio dei titoli azionari avviene nel momento in cui si genera l'incrocio tra la domanda e l'offerta. Questo prezzo che si genera, rappresentativo del valore che gli investitori attribuiscono al titolo, potrebbe subire modifiche sostanziali per diverse ragioni: una di queste potrebbe essere la *voluntary disclosure*.

Nel prossimo capitolo si vuole andare a verificare se il documento oggetto della nostra analisi rientra tra quelli *price sensitive*. Borsa Italiana⁴⁵ definisce *price sensitive* quegli “*annunci che le società quotate e i soggetti che le controllano devono diffondere in presenza di un'informazione privilegiata, cioè di una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari*”.

⁴⁵ (Borsa Italiana, 2006)

Nel quarto capitolo ci occuperemo pertanto di verificare se la pubblicazione del piano industriale ha provocato una variazione significativa dei prezzi azionari.

3.2 Introduzione all'analisi

3.2.1. La fase di ricerca

Gli studi statistici dimostrano come, affinché un determinato risultato possa essere considerato attendibile, si debba prendere in considerazione un campione significativo. La sua individuazione è il primo step dell'analisi stessa, ed è anche il più importante in quanto, la scelta di un campione idoneo, consente di ottenere, con un basso errore, gli stessi risultati che si ricaverebbero analizzando l'intera popolazione. Sarebbe molto costoso in termini temporali analizzare l'intera popolazione, coincidente con l'insieme di tutte le società del mercato (Borazzo & Pechinunno, 2007). La tecnica statistica consente di ottenere le caratteristiche dell'intera popolazione lavorando su un unico campione. (Gambel, 2005)

Dato che il piano industriale è un documento non facilmente reperibile in rete, si è deciso di prendere come riferimento iniziale soltanto le società quotate nella Borsa Italiana, appartenenti a determinati indici, le quali sono tenute a rispettare maggiori obblighi normativi con riguardo alla divulgazione delle informazioni. Poiché si tratta di aziende ben strutturate, con un ampio numero di investitori, vi è una maggiore probabilità che queste impieghino le proprie risorse e tempo per la predisposizione del piano industriale.

L'analisi è stata incentrata sulle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA)⁴⁶, all'interno del quale vengono negoziate azioni, obbligazioni convertibili, diritti d'opzione e *warrant*. Diversi sono gli indici che rappresentano il MTA: FTSE Italia All-Share, FTSE MIB, FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap, FTSE Italia STAR e indici settoriali.

Il numero di società totale dal quale è partita l'analisi è di 227, appartenenti tutte al MTA (di cui 77 facenti parte anche del segmento STAR). Per ciascuna di queste società si è provveduto alla ricerca del piano industriale redatto per un periodo di tempo già concluso, in fase conclusiva oppure di recente redazione. Dunque, dopo aver individuato il punto di partenza dell'analisi, si è provveduto alla ricerca delle aziende che rientrano in tale particolarità, escludendo pertanto le società che non hanno mai redatto un piano industriale⁴⁷ o lo abbiano predisposto per periodi

⁴⁶ Come definisce Borsa Italiana, tale mercato è indirizzato alle imprese di media e grande capitalizzazione e la quotazione è ammessa se rispettati determinati requisiti formali e sostanziali.

⁴⁷ Non vi è piena certezza della mancata predisposizione del piano industriale, in quanto la società può averlo redatto senza successivamente diffonderlo.

molto lontani, non consentendo in tal modo di verificare se l'eventuale vantaggio competitivo sia l'effetto di tali proiezioni. I piani industriali oggetto di analisi sono stati recuperati dal sito internet di ciascuna società, in particolare dalla sezione dedicata agli investitori.

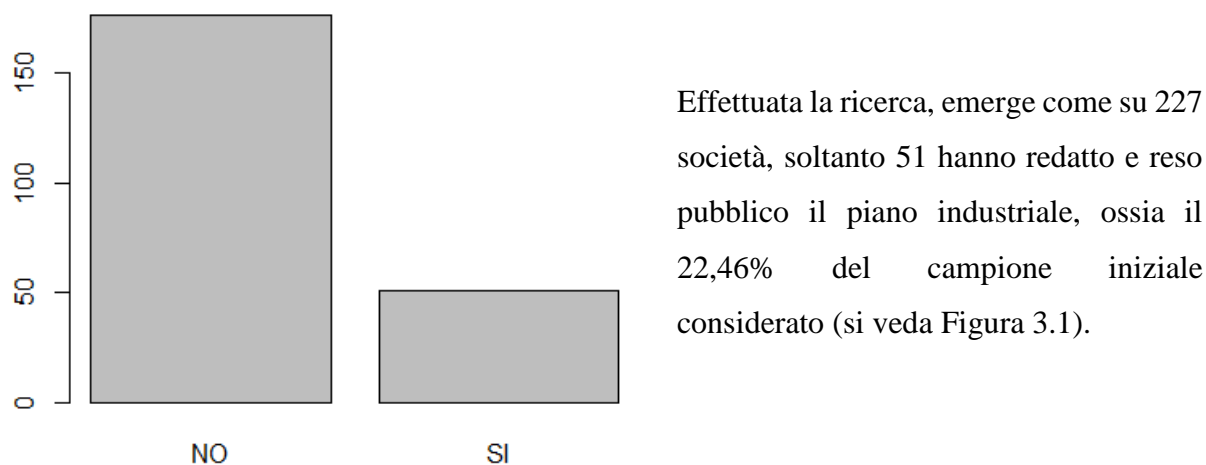


Figura 3.1 Numero di società che hanno provveduto alla redazione e pubblicazione del piano industriale. Fonte: elaborazione personale

3.2.2 Il campione emerso

Il campione su cui verrà incentrata l'analisi prende pertanto come riferimento cinquantun aziende. Queste risultano quotate in tre differenti indici azionari della Borsa Italiana:

- FTSE MIB (16 società⁴⁸): ossia il 40% di tutte le società quotate in questo indice.
- FTSE ITALIA MID CAP (18 società⁴⁹): vale a dire il 30% delle società appartenente a questo indice azionario.
- FTSE ITALIA SMALL CAP (17 società⁵⁰): ovverosia il 14% delle società quotate in tale indice.

Di queste, 16⁵¹ fanno parte anche del segmento STAR del mercato MTA, segmento riservato alle imprese di media dimensione con una capitalizzazione di mercato compresa tra 40 mln e 1

⁴⁸ A2A, BPER Banca, Diasorin, Enel, Eni, FCA, Generali, Gruppo Hera, Leonardo, MedioBanca, Pirelli, PosteItaliane, Snam, Terna, Ubi Banca, Unipol Gruppo.

⁴⁹ Acea, Biesse, Cattolica Assicurazioni, Cementir Holding, Dovalue, Erg, Falck Rewenable, Fincantieri, IGD-SIIQ, Iren, Mediaset, MPS Banca, Rai Way, Rcs Media Group, Salini Impregilo, Saras, Sias, Tinexta,

⁵⁰ Astaldi, Banca Profilo, Banca Sistema, Eprince, Esprinet, Exprivia, Fiera Milano Group, Geox, Giglio Group, Gruppo la Doria, Il sole 24 ore, Isagro, Landi Renzo Group, Netweek, Prima industrie, Sabaf, Ternienergia.

⁵¹ Banca Sistema, Biesse, Cementir Holding, Eprince, Esprinet, Exprivia, Falck Rewenable, Fiera Milano Group, Giglio Group, Gruppo La Doria, Igd-Siiq, Isagro, Landi Renzo Group, Prima Industrie,

mld di euro, che possiedono i seguenti requisiti descritti da Borsa Italiana: “*alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa, alta liquidità (35% minimo di flottante), corporate governance allineata agli standard internazionali*”.

In fase introduttiva si è provveduto all’analisi di alcune variabili tra cui l’anno di costituzione, il periodo di tempo trascorso fino alla quotazione nella Borsa Italiana, il valore della capitalizzazione, la sede principale, il settore di appartenenza, la durata del piano industriale e la lingua in cui questo è stato redatto.

Nella seconda parte di questo capitolo verrà analizzata per ciascuna società la situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle società nel periodo antecedente la redazione del piano industriale al fine di verificare lo stato di salute delle stesse.

3.3 Il passaporto delle società oggetto d’analisi

In questo paragrafo si provvederà a descrivere in maniera dettagliata le cinquantun società prese in considerazione.

Come espresso nel paragrafo precedente, verranno fornite informazioni sulle seguenti variabili:

3.3.1 Collocazione nel tempo delle società

Innanzitutto, si ritiene opportuno verificare se le società considerate sono di recente costituzione, e pertanto rientranti nella fase di sviluppo, oppure se si tratta di società già mature.

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
1472	1948	1983	1961	2000	2015

Tabella 3.1 Quantità di sintesi della serie “Anno di costituzione”. Fonte: elaborazione personale

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
4.00	19.00	36.00	57.96	70.50	547.00

Tabella 3.2. Quantità di sintesi della serie “Età società”. Fonte: elaborazione personale

Si nota dalla tabella 3.1 come l’anno medio di costituzione sia attorno al 1961, con una mediana equivalente all’anno 1983. Dato che la media e la mediana non corrispondono, significa che

Sabaf, Tinexta. Il 68,75% sono appartenenti all’Indice FTSE Italia Small Cap e il 31,25% all’Indice FTSE Italia Mid Cap. Nessuna società appartenente all’indice FTSE MIB fa parte del segmento STAR.

siamo di fronte ad una distribuzione asimmetrica. Analizzando invece l'età delle società, si osserva una media intorno ai 58 anni, e una mediana pari a 36 anni (si veda tabella 3.2).

Suddividendo invece le società in base all'indice di quotazione, si può affermare che, per quelle quotate nell'indice FTSE MIB, l'anno medio di costituzione sia attorno al 1965, con una mediana pari a 1966. Nel caso delle aziende quotate nell'indice FTSE Italia Mid Cap non vi è vicinanza tra media e mediana: la prima corrisponde all'anno 1938 e la seconda al 1966. La società che maggiormente influisce sulla differenza tra i due indici calcolati è la Monte dei Paschi di Siena, costituita nel 1472. Se la dovessimo togliere dall'analisi, si osserverebbe come la media e la mediana dell'anno di costituzione si avvicinerebbero e sarebbero rispettivamente 1965 e 1969. Prendendo invece in considerazione le società quotate nell'indice FTSE Italia Small Cap si osserva anche in questo caso una differenza pari a 9 anni tra la media e la mediana della variabile "anno di costituzione". La differenza tra i valori è legata al fatto che il 76% delle società si sono costituite dopo il 1960 e la parte restante si sono fondate negli anni precedenti (Astaldi è la più antica, costituita nel 1926).

Si può comunque affermare che siamo di fronte a società prevalentemente mature, che sono state in grado di superare diversi contesti nel corso degli anni, di passare oltre le difficoltà che si sono presentate davanti, di innovarsi continuamente cercando di raggiungere e mantenere un vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

Dopo questa prima analisi, si è provveduto alla ricerca dell'anno in cui le cinquantun società si sono quotate e del periodo di tempo trascorso tra la loro costituzione e la loro quotazione.

Considerando l'intero campione si verifica quanto di seguito:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
1956	1999	2002	2002	2008	2017

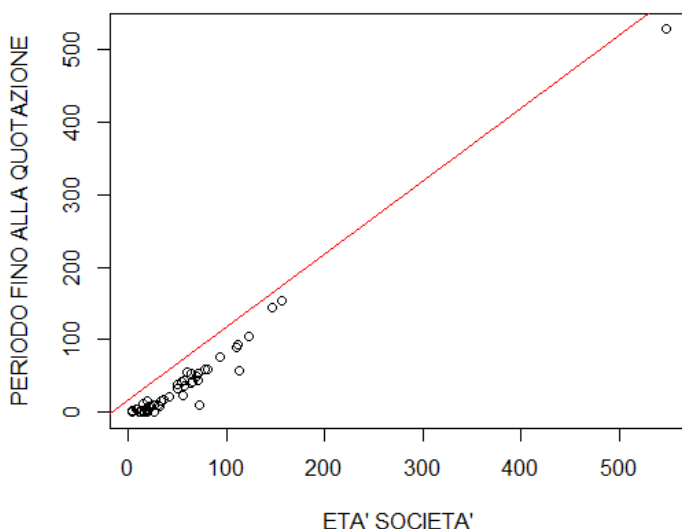
Tabella 3.3: Quantità di sintesi della serie "Anno di quotazione". Fonte: elaborazione personale

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.00	4.50	16.00	41.25	51.00	527.00

Tabella 3.4: Quantità di sintesi della serie "Periodo fino alla quotazione". Fonte: elaborazione personale.

La prima società del campione si è quotata nel 1956 e l'ultima nel 2017. Con riguardo a tale variabile si evidenzia come la media e la mediana corrispondano, il che significa che siamo di fronte ad una distribuzione simmetrica (Tabella 3.3). Non si può affermare lo stesso per il periodo di tempo trascorso dalla fondazione delle società alla loro quotazione: si nota dalla Tabella 3.4 come la media e la mediana sono molto differenti, rispettivamente 41 anni e 16

anni. Tale differenza emerge innanzitutto per effetto dell'anno di fondazione della società M. dei Paschi di Siena rispetto alla media delle altre e per il fatto che alcune società sono frutto di fusioni in senso stretto.



Inoltre, calcolando la correlazione tra l'età delle società e il periodo fino alla quotazione, emerge che questa è pari a 0,989842. Ciò significa che le variabili sono caratterizzate da quasi una perfetta correlazione positiva.

Nella figura 3.2 sono state messe in relazione le due variabili.

Figura 3.2. Relazione tra l'età delle società e il periodo fino alla quotazione. Fonte: elaborazione personale

3.3.2 Settore, sede legale e valore di mercato

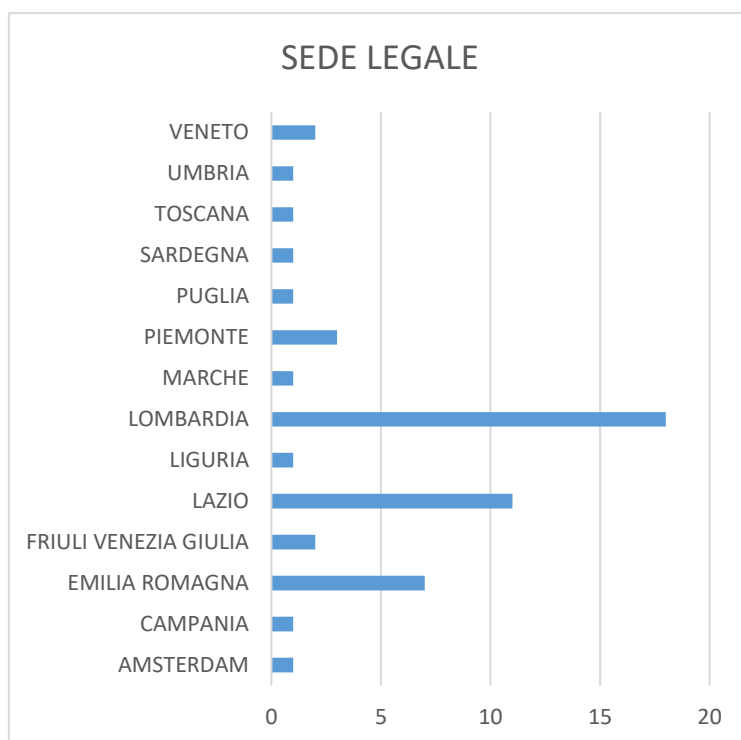
In primis si è provveduto all'analisi del settore di appartenenza delle società, prendendo come riferimento quello che Borsa Italiana ha attribuito a ciascuna di esse. Il risultato dimostra come le società sono distribuite in 16 settori differenti, ovvero:

- | | | |
|--------------------------|-----------------------------|------------------------------------|
| - Alimentari (1) | - Assicurazioni (4) | - Automobili e componentistica (3) |
| - Banche (5) | - Beni immobili (1) | - Chimica (1) |
| - Commercio (2) | - Edilizia e materiali (3) | - Media (5) |
| - Petrolio e gas (3) | - Prodotti e serv. ind. (7) | - Salute (1) |
| - Servizi finanziari (3) | - Servizi pubblici (9) | - Tecnologia (2) |
| - Tessile (1) | | |

La differenziazione del campione⁵² è vantaggiosa in quanto, affinché il campione questo possa essere considerato rappresentativo è necessario che venga scelto in maniera tale da rispecchiare tutte le caratteristiche della popolazione. Inoltre, la rappresentatività del campione è in relazione con la numerosità del campione. Pertanto, la scelta di un campione ampio e diversificato,

⁵² Sia con riferimento al settore in cui operano che all'appartenenza ai differenti indici di mercato.

aumenta la possibilità di poter rappresentare una soluzione corretta e poco distante dalla realtà. (Gambel, 2005).



Quanto alla sede legale, si nota come la maggior parte delle società sono situate in Lombardia (35%), in Lazio (22%) ed Emilia-Romagna (14%). Il restante 29% è situato in regioni diverse nonché una all'estero, come si nota dalla Figura 3.3.

Se prendessimo singolarmente i diversi indici nei quali le società sono quotate, noteremo come in tutti vi è una prevalenza della regione Lombardia e Lazio.

Figura 3.3. Sede legale delle società. Fonte: elaborazione personale.

L'ultima variabile analizzata corrisponde al valore di mercato delle cinquantun società⁵³. Per una più chiara rappresentazione si è deciso di suddividere le società in base all'indice di appartenenza.

⁵³ Il valore di capitalizzazione delle società considerate è stato preso dal sito di Borsa Italiana nel mese di settembre 2019.

Il primo indice analizzato è il FTSE Mib, che comprende 16 delle società del campione.

Già dalla Figura 3.4 si nota come non siamo di fronte ad una distribuzione simmetrica. Si evidenzia, inoltre, che l'81,25% delle società presentano una capitalizzazione di mercato inferiore a 20 miliardi. Se dovessimo togliere dall'analisi le tre società con la maggiore capitalizzazione noteremo una riduzione dell'asimmetria distributiva.

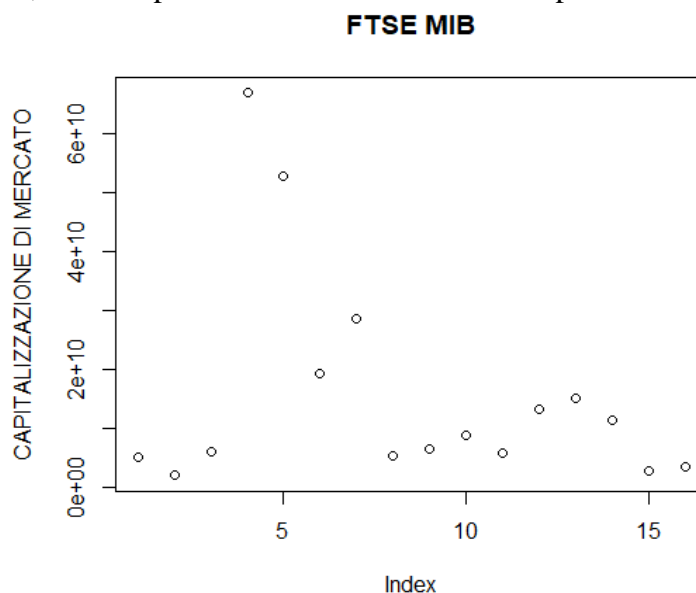
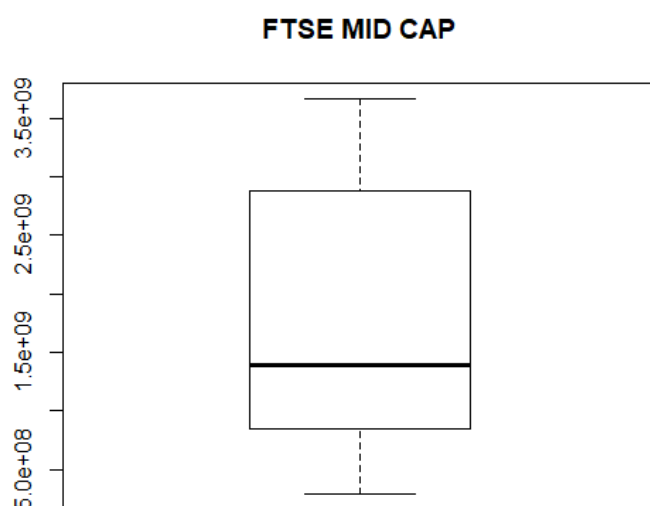


Figura 3.4 Capitalizzazione di mercato delle società quotate nell'indice FTSE Mib. Fonte: elaborazione personale.

Passiamo ora all'analisi delle società appartenenti all'indice FTSE Italia Mid Cap.



La figura 3.5 è un diagramma a scatola e baffi (c.d. box-plot) che descrive la distribuzione di un campione. La riga all'interno della scatola corrisponde alla mediana. Dato che non si trova a metà della scatola, questa non corrisponde alla media. Ci troviamo pertanto anche in questo caso di fronte ad una distribuzione non simmetrica.

Figura 3.5 Diagramma a scatola e baffi. Fonte: elaborazione personale.

Se invece eliminassimo dall'analisi le società che presentano una capitalizzazione superiore ai 3 miliardi di euro, si noterebbe come la media e la mediana si avvicinerebbero sostanzialmente.

Analizziamo ora le società quotate nell'indice FTSE Italia Small Cap. Si nota dalla tabella 3.5 come ci avviciniamo sempre di più verso una distribuzione simmetrica: in questo caso la media della capitalizzazione di mercato sarebbe pari a 109 milioni e la mediana pari a 119 milioni.

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
17.890.000 €	45.350.000	109.220.000	119.193.529	149.000.000	336.000.000

Tabella 3.5. Quantità di sintesi della serie "Capitalizzazione di mercato – Campione FTSE Italia Small Cap. Fonte: elaborazione personale

Si ritiene opportuno dare uno sguardo anche alle società appartenenti al segmento STAR, costituito come abbiamo visto in precedenza da 16 delle società appartenenti ai tre indici sopra analizzati. Le società presentano una capitalizzazione che in media si aggira attorno ai 300 milioni di euro. La mediana invece risulta essere più bassa, intorno a 170 milioni di euro e questa differenza è dovuta a causa delle società Cementir Holding e Falck Rewenable la cui capitalizzazione si aggira attorno al miliardo di euro, molto alta rispetto alla media delle restanti società.

3.3.3 Piano industriale: durata, pagine e lingua di redazione

Dopo una prima fase introduttiva in cui sono state analizzate alcune delle caratteristiche qualitative e quantitative del nostro campione, si passa ad effettuare una breve analisi del piano industriale che queste hanno redatto e reso pubblico.

Una volta reperiti i piani industriali, sono state innanzitutto raccolte le informazioni riguardanti il periodo degli stessi, con l'intento di calcolare successivamente la loro durata. Successivamente si è provveduto alla raccolta dei dati relativi alle pagine del documento contenente le sezioni del piano nonché della lingua in cui è stato redatto.

Prendendo a riferimento tutte le società del campione si nota dalla Figura 3.6 come il periodo di tempo cui fa riferimento il piano industriale è molto differente. Su cinquantun aziende si evidenziano 14 periodi diversi.

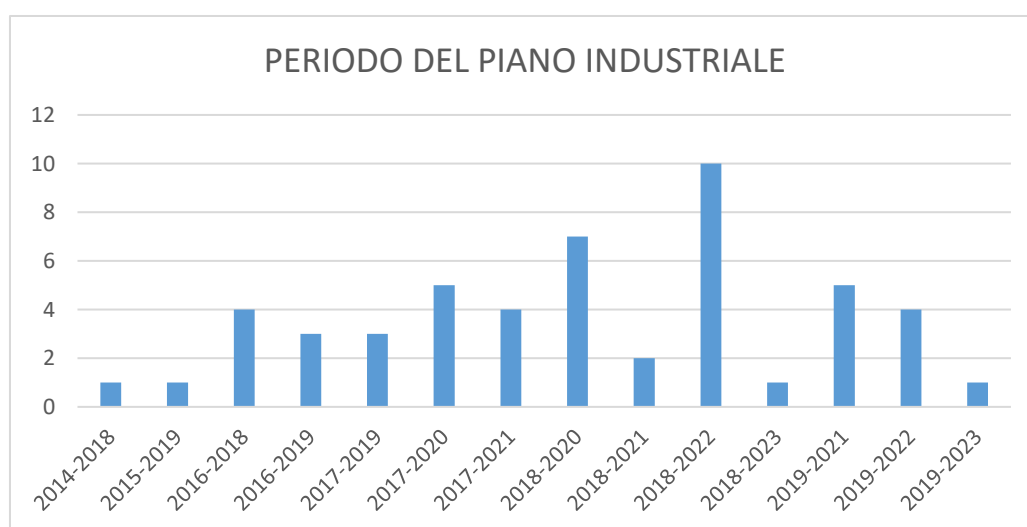


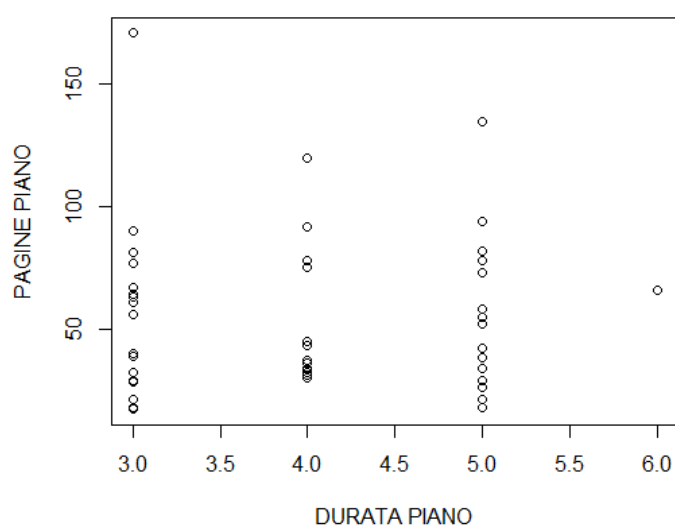
Figura 3.6. Periodo del piano industriale. Fonte: elaborazione personale.

Con riguardo invece alla durata del piano, si sottolinea quanto di seguito:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
3.00	3.00	4.00	4.02	5.00	6.00

Tabella 3.6 Quantità di sintesi della serie “Durata piano industriale”. Fonte: elaborazione personale.

L’arco temporale del piano industriale va da un minimo di 3 anni fino ad un massimo di 6, con una media pari a 4 anni (Tabella 3.6). Dall’analisi emerge come le società predispongono il piano industriale con periodicità diversa: 18 delle società hanno attribuito al piano industriale una durata triennale; 15 società hanno scelto un periodo di 4 anni; 17 delle società del campione hanno redatto il piano industriale per una durata quinquennale e, infine, una delle società ha predisposto il documento prendendo come riferimento i sei periodi d’esercizio successivi alla sua redazione per l’attuazione delle strategie alla sua base. Dobbiamo comunque considerare che, come affermato anche nei capitoli precedenti, all’aumentare delle informazioni comunicate al mercato, incrementano anche i costi relativi alla loro produzione e divulgazione: sarebbe pertanto molto dispendioso per le società considerare un arco temporale più breve.



Se mettessimo in relazione la durata del piano industriale con le pagine del documento pubblicato (Figura 3.7) si noterebbe una mancanza di correlazione tra le due variabili (0,0036). Pertanto, all’aumentare della durata del piano industriale il numero di pagine non subirebbe alcuna variazione.

Figura 3.7 Relazione tra la durata del piano e le pagine dello stesso. Fonte: elaborazione propria.

Passiamo ora all'ultima variabile analizzata, ossia la lingua in cui il piano industriale è stato redatto. Dato che le società del campione considerato sono tutte quotate in Borsa, e pertanto con *shareholder* presenti in ogni parte del mondo, ci si aspettava che queste pubblicassero il piano industriale nella lingua inglese. Come evidenziato dalla Figura 3.8, vi è comunque una minoranza delle società che ha provveduto alla predisposizione del documento in lingua italiana e soltanto il 78% del campione ha deciso di utilizzare l'inglese come lingua ufficiale del documento.

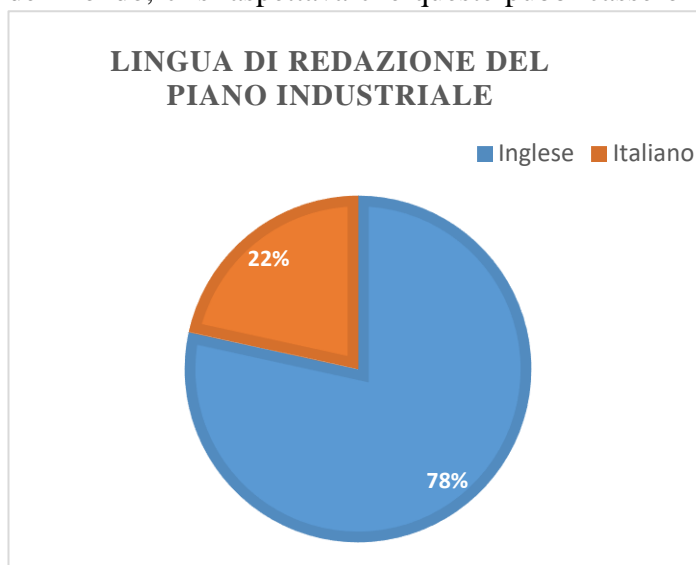


Figura 3.8. Lingua di redazione del piano industriale. Fonte: elaborazione propria.

3.4 Analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria pre-piano

Dopo questa prima introduzione riguardante la vita delle società e alcune delle caratteristiche del piano industriale pubblicato, passiamo ora all'analisi della situazione economica-patrimoniale e finanziaria delle cinquantun società. Si premette che le analisi effettuate prendono come riferimento i dati relativi all'andamento societario ad una data antecedente la pubblicazione del piano industriale, al fine di verificare lo stato di salute delle società e la possibile relazione con il piano industriale. Per il reperimento dei dati impiegati nelle successive analisi è stato fatto uso del bilancio consolidato, documento recuperato dal sito ufficiale di ciascuna delle società.

La prima variabile analizzata è il fatturato. L'istogramma rappresentato nella Figura 3.9 dimostra come la maggior parte del campione (92%) presenta un fatturato inferiore a 20 miliardi di euro; tre società sono caratterizzate da un fatturato compreso tra i 60 e gli 80 miliardi di euro; e soltanto una di queste supera i 100 miliardi.

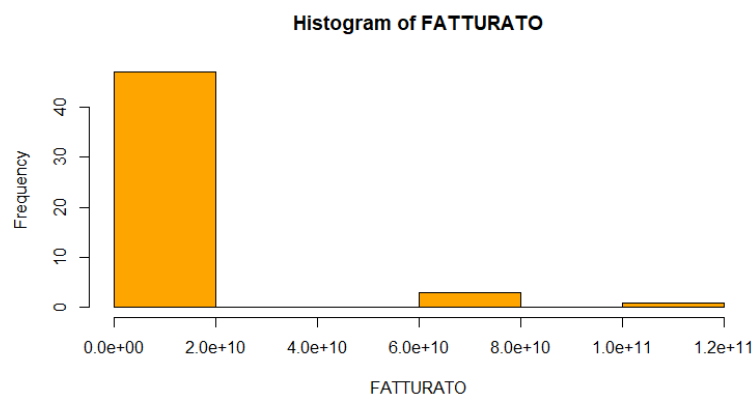


Figura 3.9. Rappresentazione del fatturato. Fonte: elaborazione personale

Ora vogliamo spostare l'attenzione verso il rapporto tra il fatturato e il numero dei dipendenti, al fine di analizzare la produttività dei lavoratori in relazione alle vendite. La nostra presunzione è che il numero dei dipendenti possa avere un impatto sulla prestazione d'azienda (lo dimostra anche l'indice di correlazione alto, pari a 0,81).

La figura 3.10a evidenzia la presenza di alcune aziende meno produttive rispetto ad altre (si vedano le due società che sono caratterizzate approssimativamente dallo stesso fatturato ma che presentano un organico dimezzato l'una rispetto all'altra) ma si può anche osservare come il rapporto con i ricavi non è così lineare, ragione per cui si è deciso di trasformare la variabile esplicativa in logaritmo. Dalla figura 3.10b emerge una relazione più lineare ma il risultato è ancora lontano da quello più appropriato. È proprio per questo motivo che si è pensato di trasformare anche la variabile dipendente in logaritmo. Il grafico 3.10c dimostra come, grazie ai logaritmi delle due variabili, si è raggiunto un grado più elevato di linearità tra le due.

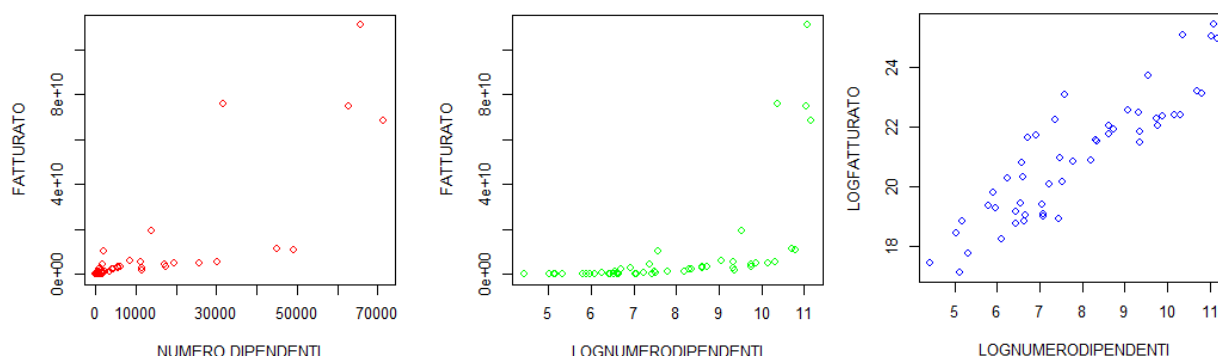


Figura 3.10a, 3.10b, 3.10c. Relazione tra fatturato e numero dei dipendenti. Fonte: elaborazione personale.

Successivamente si è provveduto al calcolo e all'analisi degli indicatori ROE, ROS, EBITDA MARGIN e ROA. Prima di mostrare i risultati ottenuti, si precisa che le società appartenenti al settore bancario e assicurativo sono state escluse dall'analisi degli indicatori ROS, EBITDA MARGIN e ROA in quanto considerati poco adeguati. Al contrario, nel calcolo del ROE è stato preso come riferimento l'intero campione.

La Figura 3.11 mostra il *Return on Equity* del nostro campione. Emerge come la maggior parte delle società (82%) presenta un ROE positivo (media 1,1%; mediana 8,1%). Questo indice esprime il tasso di remunerazione del capitale di rischio ed è calcolato come rapporto tra il Reddito netto e il Capitale netto. Dato

che il valore al numeratore comprende i risultati che sono stati ottenuti all'interno delle diverse aree di gestione, l'indicatore riassume l'economicità complessiva, ossia l'efficienza e l'efficacia con cui è stato condotto l'intero processo gestionale.

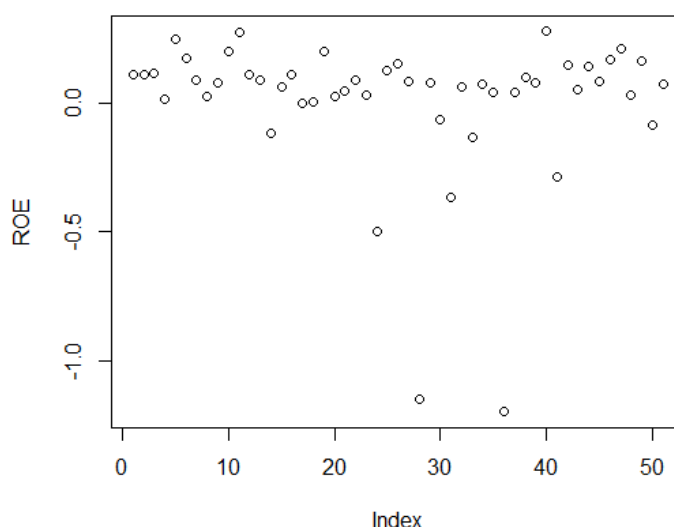


Figura 3.11 Rappresentazione del ROE. Fonte: elaborazione personale.

Suddividiamo ora le società in base ai differenti indici: se venissero considerate quelle quotate nell'indice FTSE Mib si evidenzierebbe un ROE intorno al 10%. Il valore di tale indicatore risulta essere in media leggermente inferiore per le società quotate nell'indice FTSE Mid Cap, il quale si aggira intorno al 7,3%, con una mediana pari all'8%. Un valore medio positivo del ROE non si ottiene nel caso delle società quotate nel FTSE Italia Small Cap: dall'analisi emerge una media intorno a -14% e una mediana positiva pari al 2%. Questo valore negativo è causato da 6 delle società quotate nel medesimo indice che presentano una Perdita netta a fine esercizio, con conseguente abbassamento della redditività. Infatti, se togliessimo dall'analisi queste società, noteremo come il ROE medio delle restanti aziende si aggiri intorno al 8,8% con una mediana prossima all'8%.

Non si può affermare quale sia il valore ottimale del ROE, in quanto dipende da diverse variabili, come ad esempio il settore di appartenenza. Ad ogni modo, il suo valore andrebbe

confrontato anche con il rendimento degli investimenti alternativi; esso comunque dovrebbe consentire di remunerare non solo il rischio generico legato all'attività imprenditoriale, ma anche quello specifico collegato alle particolarità del business. (D'Addario, 2014)

Passiamo ora al secondo indicatore analizzato, ossia il *Return on Sales*, il quale esprime la profittabilità operativa dell'impresa in relazione alle vendite effettuate. La Figura 3.12 rappresenta il ROS del campione e mostra come l'83% delle società riporta un indicatore positivo, indice della capacità delle società di coprire non solo i costi della gestione caratteristica, ma anche gli ulteriori costi d'esercizio. Quanto al valore medio, questo si aggira intorno al 12,6%.

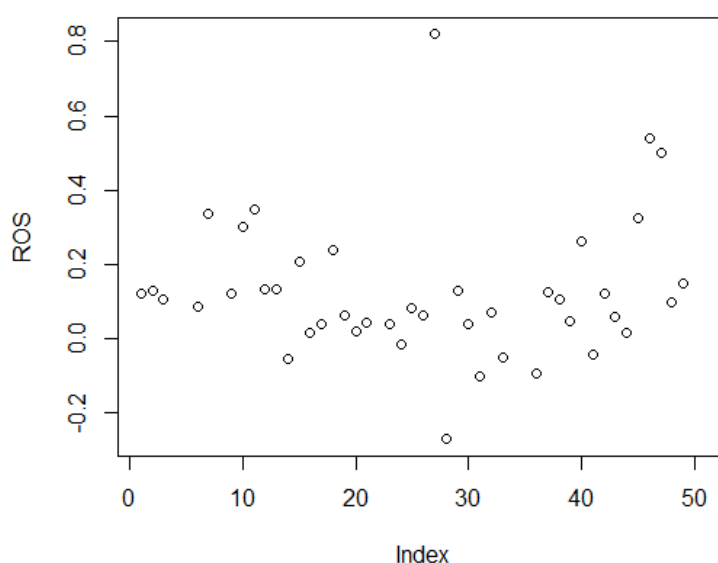


Figura 3.12 Rappresentazione del ROS. Fonte: elaborazione personale.

Guardando alla media del ROS in ognuno degli indici azionari considerati si osserva come, nel caso delle società quotate negli indici FTSE Mib e FTSE Italia Mid Cap, questo risulti superiore alla media del campione; la stessa conclusione non si può trarre nel caso delle società quotate nell'indice FTSE Italia Small Cap, la cui media si aggira attorno allo 0,3%. Inoltre, cinque delle società quotate in quest'ultimo indice azionario presenta una redditività operativa negativa, il che è indice di deficit economico; in mancanza di intervento la situazione potrebbe peggiorare ulteriormente.

Il ROS è un indicatore condizionato dal settore in cui le società operano ma si può comunque affermare che, le società di maggiore dimensione, godono di una redditività migliore rispetto alle società che si caratterizzano per una capitalizzazione più bassa. Per riuscire a conseguire una profittabilità operativa alta è necessario costruire un *business* solido e resistente, che sopravviva ai periodi di crisi e che sia gradito dal mercato.

Passiamo ora al successivo indicatore, ossia il *Return on Asset*, dato dal rapporto tra il Risultato operativo e il totale delle attività dello Stato Patrimoniale. Questo indice esprime la capacità della società di impiegare in maniera corretta gli asset societari, rendendoli redditivi. Emerge per il campione considerato una media e una mediana rispettivamente pari a 5,0% e 4,9% il che è indice della presenza di una distribuzione quasi perfettamente simmetrica. Questo aspetto è mostrato anche dalla Figura 3.13.

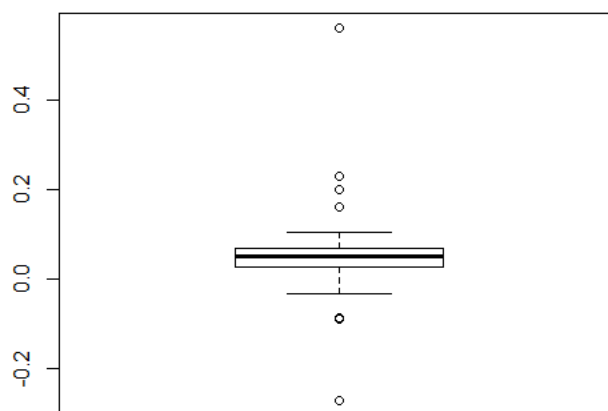


Figura 3.13 Box-plot rappresentativo del ROA.
Fonte: elaborazione personale

Le società caratterizzate da un'alta capitalizzazione dimostrano di avere una redditività superiore rispetto alla media, rispettivamente pari al 10,64% e 6,42%. Risultati medi negativi (-0,58%) caratterizzano, invece, le società appartenenti all'indice Small Cap: ciò può essere dovuto ad una diminuzione del fatturato oppure ad un aumento dei costi operativi. Nel primo caso sarebbe opportuno che venga rivista ad esempio la strategia di vendita o la SCM (*Supply chain management*). Nel secondo caso, invece, se l'incremento dei costi è legato a fattori esterni sarebbe appropriato che l'organo manageriale intervenisse per prendere le misure più adeguate⁵⁴; un altro motivo può essere lo sproporzionato impiego di risorse legato a una mancata efficienza produttiva.

Prima di passare all'analisi patrimoniale si fa un breve cenno all'Ebitda margin (Ebitda/Fatturato). Questo indicatore si differenzia dal ROS in quanto considera al numeratore l'Ebitda ovvero il Risultato Operativo più gli ammortamenti. Questo indicatore misura la parte del fatturato che durante l'esercizio si è trasformato in *Cash Flow*, dopo che sono stati coperti i costi operativi.

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
- 0.10488	0.07244	0.16375	0.22118	0.30995	0.80505

Tabella 3.7. Quantità di sintesi della serie "Ebitda Margin". Fonte: elaborazione personale.

Dalla Tabella 3.7 emerge come, mediamente, l'Ebitda Margin si aggiri intorno al 22%, un valore molto alto, il che indica la capacità delle società di essere redditive. Ad ogni modo, dato

⁵⁴ Esempio: cercare di contrattare con i fornitori al fine di ottenere un abbassamento dei prezzi oppure procedere con la sostituzione degli stessi.

che questo indicatore non comprende il valore degli ammortamenti, non si può sostenere che un valore alto sia indice di un successo sostenibile. È sempre necessario investire in nuovi beni strumentali in quanto il contesto aziendale è in continuo mutamento: un'impresa può godere di un buon Ebitda margin e allo stesso tempo rivelarsi arretrata in quanto non investe negli impieghi necessari.

Dopo questa rapida analisi economica si passa ad una breve analisi del CCN, della PFN e dei FCF del nostro campione.

Il primo valore analizzato è quello relativo al Capitale Circolante Netto, dato dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti dello SP. Un valore positivo indica la capacità dell'organo manageriale di far fronte agli impegni di breve termine, mediante l'utilizzo delle attività a breve, evitando in questo modo eventuali crisi di liquidità. Su cinquantun società, 16 sono caratterizzato da un CCN negativo, espressione del finanziamento degli impieghi a lungo termine mediante fonti a breve scadenza, con conseguenti possibili problemi finanziari. Mediamente le società del campione presentano un CCN positivo pari a 786 milioni di euro. Tale valore non rispecchia la media delle società appartenenti ai diversi indici azionari: infatti quelle quotate nel FTSE Mib mostrano una media pari a tre volte la media dell'intero campione, invece le società appartenenti al FTSE Mid Cap presentano mediamente un valore negativo (-249 milioni). Infine, le società che presentano una capitalizzazione più bassa sono caratterizzate da una media positiva pari al 10% la media complessiva.

Passiamo ora all'analisi finanziaria. Il primo valore analizzato è la posizione finanziaria netta (PFN) data dalla somma algebrica dei debiti finanziari al netto dei crediti finanziari a breve e delle disponibilità liquide. Nella nostra analisi abbiamo considerato il segno positivo qualora l'indebitamento finanziario superasse le attività finanziarie liquide o prontamente liquidabili e viceversa, una PFN negativa, corrisponderebbe in realtà a un *Net Cash Position* (NCP). Analizzando l'intero campione soltanto il 27% delle società presenta una PFN negativa, mentre invece per la restante parte si può parlare di indebitamento finanziario.

Proviamo ora a considerare il rapporto tra l'indebitamento finanziario e il patrimonio netto. Si premette che, nell'analizzare tale indicatore, sono state escluse le società che presentavano un NCP. Questo indicatore consente di controllare il grado di dipendenza dell'azienda da fonti di finanziamento esterne e onerose. Un valore alto di questo rapporto indica uno squilibrio della struttura finanziaria (Vivas, 2014).

Complessivamente, emerge quanto di seguito:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.000891	0.427508	0.733472	0.974611	1.297.741	3.882.746

Tabella 3.8: Quantità di sintesi della serie “PFN/PN (con rapporto >0)

Una media pari a 0,97 indica mediamente una struttura finanziaria equilibrata, con un PN superiore rispetto alla PFN. Analizzando separatamente tale rapporto, emerge che le società caratterizzate da un’alta capitalizzazione presentano un indicatore inferiore all’unità, valore positivo per la solidità aziendale. Lo stesso non si può affermare per le società appartenenti all’indice FTSE Italia Small Cap, le quali sono caratterizzate da un indicatore di rischio mediamente pari a 1,49 (indebitamento finanziario superiore ai mezzi propri). Tra queste ultime risulta opportuno nominare l’Exprivia, il Giglio Group e Il Sole 24 ore, le quali presentano un indebitamento eccessivo caratterizzato da una PFN che supera il doppio del PN.

Un ulteriore indicatore esaminato è il rapporto tra la PFN e l’EBITDA, utilizzato per “*identificare il confine tra le situazioni di equilibrio o squilibrio finanziario*”⁵⁵. Minore è il rapporto, più equilibrata è la struttura finanziaria. Questo indicatore raffigura il tempo necessario affinché la società ripaghi l’indebitamento finanziario netto mediante la generazione di cassa. Alcuni autori⁵⁶ sostengono che un rapporto PFN/EBITDA pari o inferiore a 3 indica una buona capacità dell’azienda di sostenere il proprio indebitamento, mentre un valore superiore a 5 o 6 è da considerarsi “critico” in quanto evidenzia un indebitamento elevato. Mediamente le nostre società presentano un rapporto pari a 3,79, pertanto un valore non proprio ottimale.

⁵⁵ (Panizza & Montecchi, 2016, p. 63)

⁵⁶ Si veda Di Diego, 2016, pagina 111 oppure (Franceschi & Comi, 2015)

Come si nota dalla Figura 3.14, cinque delle società⁵⁷ si trovano in una situazione critica, con un valore del rapporto PFN/EBITDA superiore a 5. Il 63% del campione inoltre presenta un valore inferiore a 3, con una media pari a 1,46.

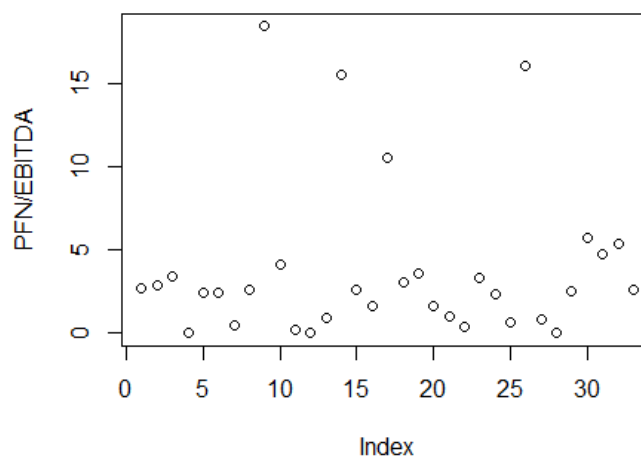


Figura 3.14. Rappresentazione del rapporto PFN/EBITDA. Fonte: elaborazione personale

L'ultima variabile analizzata è il *Free Cash Flow* (FCF), ossia i flussi di cassa che il business dell'azienda è in grado di generare, dati dalla differenza tra i flussi di cassa operativi e gli investimenti aziendali. È un valore che si ricava dal Rendiconto finanziario e rappresenta la capacità dell'azienda di remunerare gli azionisti (Bellelli, Lawford, & Mazziero, 2016).

Il 71% del nostro campione evidenzia un valore positivo dei FCF, con una media che si aggira intorno ai 35,4 milioni di euro; il restante 29% del campione non è in grado di generare un *cash flow* sufficiente a sostenere gli assorbimenti del capitale circolante e degli investimenti netti. Un valore sopra la media si rileva nelle società quotate nell'indice FTSE Mib (46,4 milioni) e FTSE Mid Cap (55,7 milioni) a differenza delle società a bassa capitalizzazione caratterizzate mediamente da un *Free Cash Flow* pari a 6 milioni di euro.

Prima di concludere questo capitolo si vuole sviluppare un modello al fine di evidenziare quali variabili possono avere un'influenza sulle prestazioni delle aziende. Si prende in considerazione il fatturato come variabile dipendente, mentre invece si considera il logaritmo del numero dei dipendenti, l'utile netto, la PFN e i FCF quali variabili esplicative.

⁵⁷ Tre delle società appartengono all'indice FTSE Small Cap (Exprivia, Giglio Group, Ternienergia); due sono quotate nell'indice FTSE Mid Cap (Igd-Siiq, Rcs Media Group) e una nell'indice FTSE Mib (Snam).

coefficienti	<i>p-value</i>	significatività
Intercetta	0,01338	*
Log. (n. dipendenti)	0,00341	**
Utile netto	0,00000	***
PFN	0,00004	***
FCF	0,00004	***

Tabella 3.9. Risultati modello lineare. Fonte: elaborazione personale.

Osservando i *p-value* riportati nella tabella sovrastate, è visibile la significatività delle variabili considerate. L'*adjusted R-squared* è pari a 0,9148 e ciò significa che il modello spiega il 91,48% della variabilità dei dati; un alto valore è indice della correttezza del modello utilizzato.

Si può sostenere la significatività delle variabili considerate nel modello; esse, pertanto, hanno un'influenza sulla redditività delle società.

Analizzando i residui del nostro modello, possiamo osservare nell'"Istogramma dei Residui" (Figura 3.15a) e nella "QPlot" (Figura 3.15b) come la distribuzione dei residui si può approssimare ad una normale nonostante nelle code le due distribuzioni si comportino in maniera diversa.⁵⁸

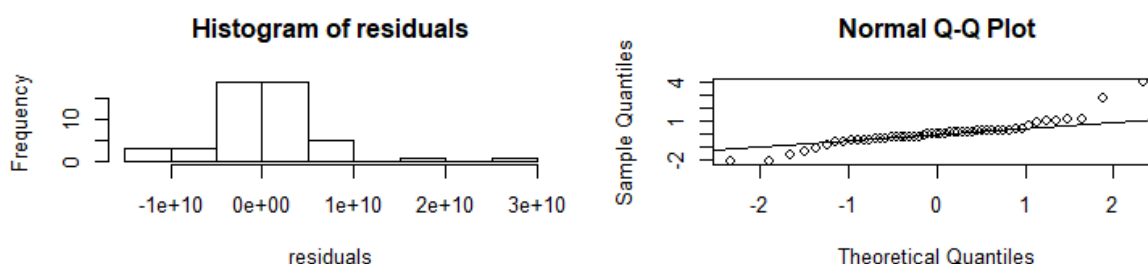


Figura 3.15a, 3.15b Istogramma dei residui e QPlot. Fonte: elaborazione personale

Per concludere questo capitolo si può affermare come alcune delle società del campione si siano trovate in seria difficoltà economica e/o finanziaria prima della predisposizione del piano industriale, il che potrebbe essere sintomo di regresso. Per evitare un ulteriore peggioramento e per risanare l'equilibrio economico e finanziario delle società è necessario pianificare il salvataggio delle stesse. Uno dei principali presupposti è quello della continuità aziendale e fin dai primi segnali della crisi è necessario intervenire per evitare che diventi irreversibile e che

⁵⁸ (James, Witten, Hastie, & Tibshirani, 2017)

faccia perdere alla società la sua affidabilità nel tempo. Il piano industriale rappresenta da sempre il “cuore” del processo di risanamento di un’azienda in crisi, orientato alla riorganizzazione della stessa (Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2016).

CAPITOLO 4 – ANALISI EMPIRICA

4.1 Introduzione

Questo capitolo equivale al cuore del presente elaborato. Per ogni domanda di ricerca posta verrà esplicitata la metodologia utilizzata per la relativa analisi e i risultati conseguiti.

4.2 Valutazione qualitativa dei piani industriali

Il piano industriale rappresenta uno strumento importante nella comunicazione aziendale. Come abbiamo definito in precedenza, si cercherà di comprendere se i cinquantun piani industriali oggetto d'analisi (si vedano i paragrafi 3.2 e seguenti per l'analisi del campione) rispettano i requisiti di completezza e credibilità. Si ricorda che, per valutare i due aspetti, ci si è basati sulla guida predisposta dalla Borsa Italiana, che oltre a proporre uno schema standard da seguire, indica anche i requisiti essenziali minimi che il piano industriale dovrebbe possedere.

Pertanto, tutti i piani industriali a disposizione sono stati analizzati attentamente con l'obiettivo di valutare la qualità degli stessi.

4.2.1 Valutazione della completezza: analisi e risultati

Quanto al requisito di completezza, si è provveduto alla lettura dei piani industriali, al fine di verificare se le società del campione hanno adottato come strutturazione degli stessi quella consigliata da Borsa Italiana.

Un aspetto da non sottovalutare è la prima pagina del piano industriale. Affinché possa ritenersi completa è necessario che contenga differenti informazioni, tra cui la denominazione sociale delle società, la data di approvazione del piano industriale e il periodo di tempo cui fa riferimento. Innanzitutto, il nome dell'azienda è elemento fondamentale e non dovrebbe assentarsi in nessuno dei piani industriali; infatti, analizzando i cinquantun documenti, emerge come tale caratteristica sia presente in tutti. Lo stesso non si può affermare per la data di presentazione del documento: soltanto il 78,4% dei piani industriali contengono questa informazione; la parte restante non ha riportato nulla a riguardo, creando incertezza circa l'aggiornamento o meno degli stessi. Un'ulteriore caratteristica fondamentale è l'arco temporale di riferimento: anche in questo caso non si ha l'unanimità nei risultati; infatti quasi il 24% dei piani omette tale informativa. La data di approvazione, nonché il periodo di

riferimento, nonostante in alcuni piani industriali non siano stati evidenziati, sono facilmente individuabile dalla visione dei rispettivi comunicati stampa⁵⁹.

Passiamo ora alla valutazione del contenuto del piano industriale. La prima sezione analizzata è l'*Executive Summary*, nella quale dovrebbero essere evidenziati brevemente tutti gli aspetti più importanti del documento, tra cui le intenzioni strategiche, le azioni che si intendono adottare e i dati prospettici che si prevede di raggiungere⁶⁰. Dall'analisi emerge come soltanto il 29,4% dei piani industriali sono dotati di tale sezione; la maggior parte delle società ha invece optato per l'utilizzo di un indice che elenca i titoli delle differenti parti del documento.

Per quanto riguarda invece la seconda sezione del piano industriale, emerge dall'analisi come la strategia competitiva e l'evoluzione dei dati finanziari storici siano aspetti trattati dal 94% del campione⁶¹. Questa valutazione è positiva soprattutto ai fini della valutazione dell'attendibilità dei dati prospettici alla base del piano industriale. Particolare enfasi è stata posta sulla presenza di dati storici negativi (21,5% del campione), indice che il piano industriale possa essere visto come uno strumento importante per far conoscere al mercato l'intenzione della società di superare il periodo di difficoltà, creando al contempo valore futuro per gli azionisti.

Un aspetto interessante si è osservato nel 17,6% dei piani industriali analizzati: 9 sui 51 società hanno dedicato una breve attenzione al raggiungimento dei dati economico-finanziari previsti nei piani industriali redatti precedentemente. Questo cenno può essere di aiuto nella valutazione della capacità delle società di raggiungere gli obiettivi prefissati.

Il piano industriale dovrebbe concentrarsi in prevalenza sulle intenzioni strategiche, sull'*Action plan* e sulle ipotesi e dati finanziari prospettici. Al fine di verificare tale aspetto si è provveduto innanzitutto all'analisi dell'equilibrio tra dati storici e dati prospettici, dalla quale emerge come la maggior parte delle società (80,4%) non ha concentrato l'attenzione sugli eventi passati, evitando pertanto di tralasciare il cuore del piano industriale. Ponendo ora l'attenzione sull'*Action plan*, emerge come questo sia presente in più della metà dei piani industriali, un esito positivo dato che, come afferma Borsa Italiana, la sua funzione sarebbe quella di dare concretezza e credibilità alle intenzioni strategiche. Inoltre, si ritiene opportuno evidenziare

⁵⁹ La completa assenza di tali dati renderebbe difficoltosa la valutazione dei requisiti tra cui l'attendibilità.

⁶⁰ (Borsa Italiana, 2003)

⁶¹ Ad esempio, la BPER Banca, nonostante avesse avuto una performance passata buona, ha deciso di non darne evidenza nel piano industriale; al contrario, la società Esprinet ha riportato l'andamento dei dati economico-finanziari degli ultimi quindici anni, consentendo agli interessati di osservare l'evoluzione nel tempo della società.

anche come il 56% delle società ha dato evidenza nel piano industriale dei *key performance indicators (KPI)* e il 69% dei piani industriali riportano alcuni dei dati economico-finanziari suddivisi in base alle differenti *Business Unit*.

Un piano industriale privo di ipotesi e di dati finanziari prospettici sarebbe poco credibile. Le sezioni relative alle intenzioni strategiche e all'*Action plan* sarebbero utili ma non significherebbero nulla se la società non riuscisse a tradurli in cifre. La sezione finanziaria di un piano industriale è una delle più essenziali, su cui viene posta maggiore attenzione da parte del mercato. Questa sezione deve essere realistica e coerente con le scelte strategiche e con l'*Action plan*. Tornando alla nostra analisi, quasi il 95% dei piani industriali contiene una sezione dedicata alle ipotesi e ai dati finanziari prospettici; alcune di queste l'hanno redatta in maniera più dettagliata, altre in maniera più sintetica⁶².

Infine, si è voluto andare a verificare se le società hanno misurato il valore per gli *shareholder* attraverso l'*EVA* (Valore Economico Aggiunto), calcolato come $= (\text{NOPAT} - \text{WACC}) * \text{Capitale investito}$: per creare valore e mantenerlo, il differenziale deve essere positivo. Purtroppo, nessuna delle società ha dato evidenza nel piano industriale dell'*EVA*, rendendo pertanto impossibile verificare se l'impresa riesce a realizzare una redditività superiore al costo delle risorse investite⁶³. Ciò di cui è stata data evidenza nel 37% dei piani industriali sono gli *EPS* (utili per azione), portando così alla stima degli utili futuri delle aziende.

4.2.2 Valutazione della credibilità: analisi e risultati

Passiamo ora alla valutazione della credibilità, ossia dei tre requisiti che Borsa Italiana ritiene fondamentali nella redazione del piano industriale: sostenibilità finanziaria, coerenza e attendibilità.

Per valutare i tre requisiti, si è provveduto alla lettura di tutti i piani industriali e alla successiva attribuzione di un punteggio su una scala da 0 a 3. È stato attribuito:

- Un punteggio pari a 0 nel caso in cui i piani industriale risultassero incompleti, rendendo pertanto impossibile la formulazione di un giudizio.

⁶² Ad esempio, la società A2A ha reso pubblico, oltre al piano industriale, anche un foglio di calcolo con le ipotesi e i dati finanziari prospettici.

⁶³ (Cioli, 2005)

- Un punteggio pari a 1 qualora i piani industriali fossero caratterizzati dall'assenza di elementi rilevanti; la mancanza di tali integrazioni non pregiudica completamente la possibilità di esprimere un giudizio.
- Un punteggio pari a 2 in presenza di piani industriali che necessitano di ulteriori approfondimenti;
- Un punteggio pari a 3 nel caso in cui i piani industriali dovessero rispettare integralmente i requisiti che si intendono valutare.

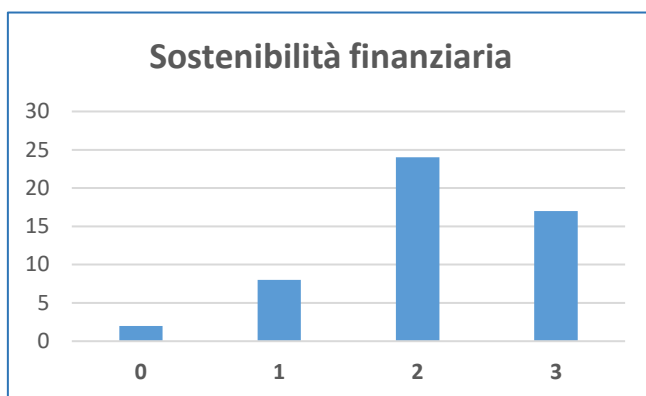
Il primo requisito valutato è la sostenibilità finanziaria. Borsa Italiana afferma che, affinché un piano industriale possa ritenersi sostenibile finanziariamente, è necessario che i flussi di cassa alla sua base vengano stimati correttamente⁶⁴ e che gli obiettivi strategici vengano supportati da fonti finanziarie adeguate.

Quattro sono le condizioni che rendono il piano industriale sostenibile dal punto di vista finanziario (Mazzola, 2003):

1. Il fabbisogno finanziario collegato alla messa in atto della strategia deve essere pari alle risorse che l'azienda è in grado di generare senza che questa si trovi in una situazione di sovraindebitamento;
2. Ci deve essere omogeneità tra la durata del fabbisogno finanziario collegato alla strategia aziendale e quella delle fonti cui la società ha fatto accesso in condizioni di equilibrio;
3. La scelta delle fonti di finanziamento si deve adattare al livello di rischio della strategia;
4. La società, nel decidere la politica di indebitamento da adottare, deve tenere in considerazione l'eventualità di dover affrontare avvenimenti imprevisti.

Vediamo ora i punteggi che sono stati dati ai piani industriali in merito alla sostenibilità finanziaria. Come si nota dalla Figura 4.1, soltanto per il 33% del campione si può sostenere il pieno rispetto del requisito di sostenibilità finanziaria. Al 47% del campione è stato attribuito un punteggio pari a 2, e soltanto il 20% del campione ha ottenuto una valutazione bassa, ossia compresa tra 0 e 1.

⁶⁴ Qualora il piano industriale dovesse essere rivolto ad una banca, questa vorrebbe avere la certezza che la società sarà in grado di generare flussi di cassa sufficienti ad assicurare la restituzione del debito.



Pertanto, si può sostenere come, mediamente, i piani industriali abbiano ricevuto una buona valutazione.

Figura 4.1 Valutazione della sostenibilità finanziaria. Fonte: elaborazione personale.

Passiamo ora al secondo requisito: la coerenza. Per valutare questo requisito è necessario considerare sia la dimensione interna sia quella relativa alla realizzabilità del piano d'azione. Per quanto riguarda la prima dimensione, come abbiamo accennato anche nel capitolo 3, è necessario che vi sia allineamento tra la strategia realizzata, le intenzioni strategiche, l'*Action plan*, le ipotesi e i dati previsionali⁶⁵. Il secondo fattore che influenza la coerenza è la realizzabilità del piano d'azione rispetto alle risorse di cui la società è dotata attualmente e di cui si doterà in futuro⁶⁶ (Borsa Italiana, 2003).

Passando ora all'analisi effettuata sul campione di riferimento, emerge come il 43% dei piani industriali non presenta problemi di coerenza; più della metà dei piani hanno ricevuto una valutazione buona, mentre il 6% delle società non ha rispettato pienamente il requisito in oggetto nella redazione del documento (si veda Figura 4.2). Si può affermare come, mediamente, anche la valutazione della coerenza sia buona.

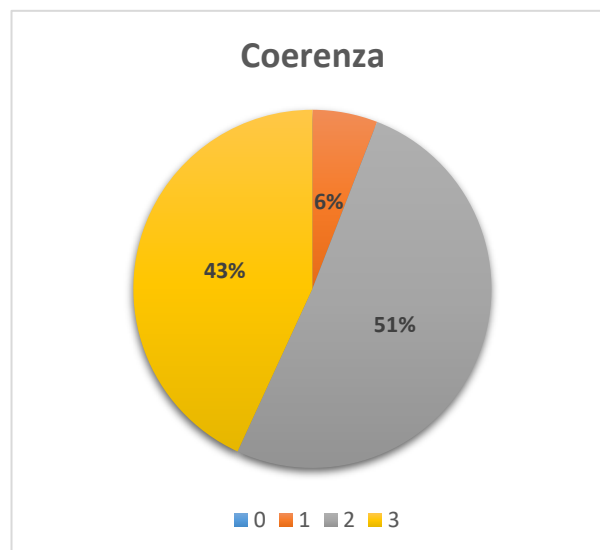


Figura 4.2 Valutazione della coerenza. Fonte: elaborazione personale.

⁶⁵ Il problema di coerenza si può verificare nel caso in cui il piano di azione non rispecchi le intenzioni strategiche (es. in termini di investimenti necessari, riorganizzazione societaria ecc.), oppure qualora il piano d'azione risulti coerente con le intenzioni strategiche, senza alcun riflesso nelle ipotesi e nei dati previsionali.

⁶⁶ Ad esempio, prevedere la realizzazione di determinate azioni mediante l'impiego di risorse non ancora possedute, potrebbe implicare il mancato raggiungimento degli obiettivi nei termini prestabiliti.

Analizziamo ora l'ultimo requisito. Per valutare l'attendibilità del piano bisogna fare riferimento a diverse variabili, tra cui il contesto competitivo, i risultati storici e la visibilità dei dati previsionali (Borsa Italiana, 2003). È necessario verificare che le dinamiche del contesto competitivo, l'evoluzione tecnologica e il contesto normativo non influiscano in maniera negativa sull'attendibilità del documento in ogni sua parte⁶⁷.

Dopo aver analizzato i piani industriali è stata data una valutazione anche all'attendibilità. Emerge dalla Figura 4.3 come il 29% dei piani industriali sono stati valutati attendibili, il 41% ha ricevuto una buona valutazione e la parte restante (30%) ha ricevuto un punteggio compreso tra 0 e 1, il che risulta essere indice di inattendibilità.

Si può pertanto affermare che, mediamente, le società hanno ricevuto una valutazione buona anche in tema di attendibilità.

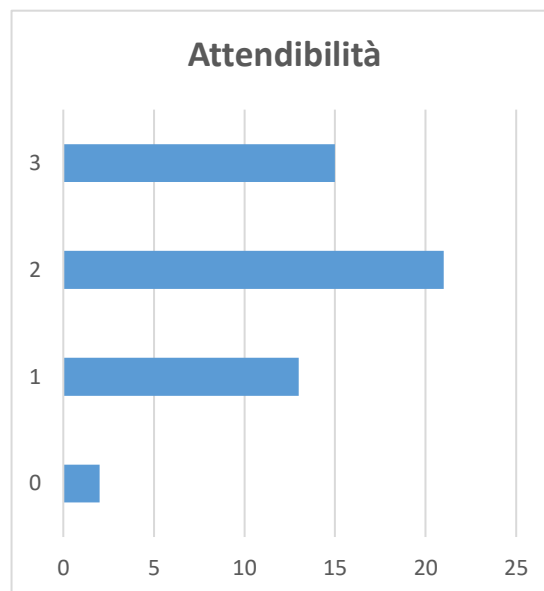


Figura 4.3 Valutazione dell'attendibilità.
Fonte: elaborazione personale.

Si può concludere questa prima parte dell'analisi empirica affermando che le società del campione hanno redatto un piano industriale che mediamente rispetta il requisito di completezza e di credibilità. Queste hanno adottato uno schema del piano industriale che più si adatta alle proprie esigenze: alcuni sono maggiormente concentrati sulla parte qualitativa, altri sulla parte quantitativa, così come il documento risulta in alcune parti più dettagliato e in altre più schematico, in base a ciò che la società vuole mostrare e su cosa vuole porre principalmente l'attenzione.

Nel paragrafo successivo vedremo invece se le società sono riuscite a raggiungere i dati economico-finanziari prefissati oppure no.

⁶⁷ Un piano industriale può ritenersi inattendibile, ad esempio, nel caso in cui la società preveda il lancio di un prodotto che non rispetti i bisogni dei consumatori. Onde evitare tale problematica è necessario effettuare delle ricerche di mercato il più approfondite possibile.

4.3 Confronto tra dati previsionali e dati effettivi

4.3.1 L'incertezza della pianificazione aziendale

Come è stato sottolineato anche nel capitolo precedente, il processo di pianificazione è caratterizzato dall'incertezza e il raggiungimento degli obiettivi aziendali è influenzato dalla sua entità. Pertanto, i valori effettivamente conseguiti dalle aziende possono differire da quelli previsti, sia in termini favorevoli che in termini peggiorativi e numerosi sono i fattori che li possono influenzare, sia endogeni che esogeni. La sottovalutazione dell'incertezza può portare a strategie che non difendono un'azienda dalle minacce né la aiutano a sfruttare le opportunità del sistema che la circonda.

Si è sentita pertanto l'esigenza di procedere con un confronto tra i dati economico-finanziari previsti nel piano industriale e quelli effettivamente raggiunti, verificando in tal senso la bontà delle previsioni effettuate.

4.3.1 Metodologia utilizzata

Dopo aver analizzato i cinquantun piani industriali, nei limiti dei dati disponibili, si è provveduto al confronto tra i dati economico-finanziari previsti nei piani industriali e quelli effettivamente realizzati. Dato che non tutti i piani industriali redatti presentano un periodo temporale già concluso, bensì alcuni sono ancora in fase di conclusione oppure di recente redazione⁶⁸, come vedremo nel paragrafo successivo, il campione considerato sarà ridotto rispetto a quello iniziale e sarà differente per ciascuna variabile analizzata. Un ulteriore limite è dato dalla scelta delle società di non riportare i valori per ogni annualità considerata nel piano industriale ma di dare evidenza soltanto del CAGR (*Compound Average Growth Rate*) oppure di mostrare l'andamento delle stesse mediante grafico senza dare alcuna indicazione numerica⁶⁹.

Per il reperimento dei dati necessari, oltre al piano industriale, sono state consultate le relazioni finanziarie annuali delle società facenti parte del campione, da dove sono stati reperiti i valori

⁶⁸ Per questa ragione si premette che i “valori previsionali” presi in considerazione per l'analisi in oggetto non sono sempre quelli relativi all'ultima annualità considerata nel piano industriale; nella maggior parte dei casi sono stati presi in considerazione quelli relativi ad uno degli esercizi facenti parte dell'arco temporale del piano industriale.

⁶⁹ Si precisa inoltre che per la società Astaldi vi è l'impossibilità di confrontare i dati realizzati con i dati previsionali a causa della scelta del Consiglio di Amministrazione di prorogare la data di approvazione del bilancio 2018.

effettivamente raggiunti per ogni variabile considerata nell'analisi. Tale documento è stato rinvenuto mediante accesso al *sito web* delle società, nella sezione dedicata agli investitori.

Come variabili sono state considerate le seguenti: Fatturato, Ebit, Ebitda, Reddito netto, *Free Cash Flow* e Posizione finanziaria netta.

Al fine di verificare se i risultati conseguiti rispecchiano le previsioni effettuate, si è provveduto innanzitutto al calcolo del test T^{70} per differenza tra le medie. La distribuzione t , introdotta da William Sealy Gosset, fa parte della famiglia delle distribuzioni e viene generalmente utilizzata in presenza di campioni piccoli. Infatti, maggiore è la dimensione del campione, più la distribuzione t di *Student* si avvicina ad una distribuzione normale. Pertanto, la statistica-test non sarà fornita dalla distribuzione normale, ma da quella del “ t ”, detta appunto t di *Student*.

Il test statistico assume la seguente forma:

$$T = \frac{(\mu_r - \mu_p)}{\sqrt{\frac{S^2}{n}}} \sim t_v \quad S^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(d_i - \mu_d)^2}{n-1}$$

Dove:

- μ_r rappresenta la media dei dati realizzati;
- μ_p rappresenta la media dei dati previsionali;
- d è la differenza tra i dati realizzati e i dati previsionali;
- μ_d è la media delle differenze d ;
- S indica lo *standard error* di d^{71} ;
- n raffigura il numero delle società, che varia in base alla variabile analizzata;
- $v = n-1$ rappresenta i gradi di libertà.

⁷⁰ (Box, 1981)

⁷¹ La varianza del campione è ignota per cui si ricorre alla stima dello *standard error* e si assume una distribuzione t di *Student*.

La distribuzione t presenta alcune peculiarità: ha una rappresentazione simmetrica, presenta una forma a campana, come nel caso della distribuzione normale, e la sua media è pari a 0. Si differenzia da una distribuzione normale in quanto assume una forma più schiacciata con agli estremi code più pesanti (si veda figura sottostante). La curva t di Student si somiglia a quella della normale all'aumentare di una certa quantità, detta *grado di libertà* (Viganò, 1999). Esistono pertanto diverse distribuzioni t di Student, una per ogni grado di libertà.

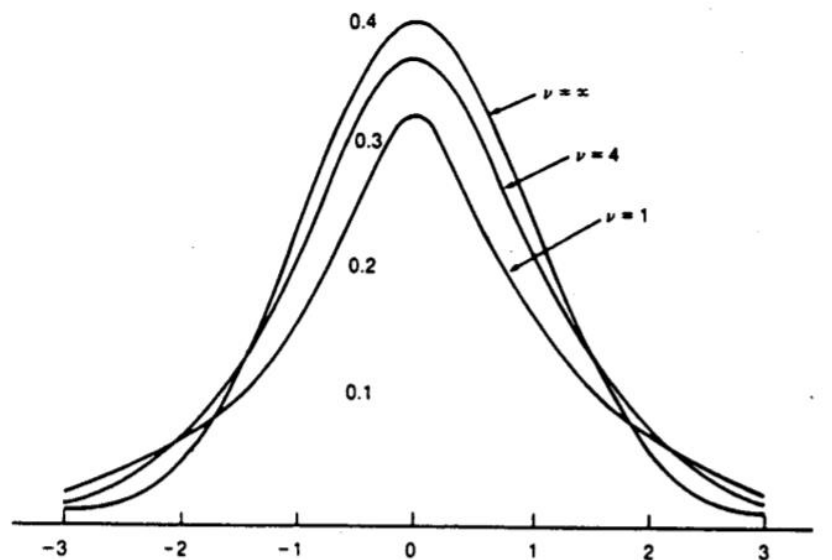


Figura 4.4 Distribuzione normale data dalla distribuzione t di Student con gdl $v=\infty$ e distribuzione t di Student con $v=4$ e $v=1$. Fonte: (Soliani, 2005)

Per ognuna delle variabili analizzate si è provveduto a fare il test bilaterale e, ove necessario, anche il test unilaterale, entrambi applicati sulla differenza in media.

In presenza di un test bilaterale o a due code, ci si chiede se la differenza tra le due medie è significativamente diversa da zero, senza dare evidenza riguardante la grandezza. L'ipotesi nulla H_0 e l'ipotesi alternativa H_1 sono scritte come di seguito:

$$\begin{cases} H_0: \mu_r - \mu_p = 0 \\ H_1: \mu_r - \mu_p \neq 0 \end{cases}$$

Con la medesima simbologia si è provveduto ad effettuare un test unilaterale, dove viene considerata soltanto una coda e non entrambe. L'ipotesi nulla H_0 e l'ipotesi alternativa H_1 sono scritte come di seguito:

$$\begin{cases} H_0: \mu_r - \mu_p \geq 0 \\ H_1: \mu_r - \mu_p < 0 \end{cases}$$

Con questo ultimo test si vuole verificare se la media dei valori realizzati risulta essere maggiore o uguale (\geq) alla media dei valori previsionali. Dato che la zona di rifiuto riguarda soltanto la parte sinistra della distribuzione (segno negativo), questo test risulta utile nel momento in cui viene rifiutata l'ipotesi nulla del test bilaterale, andando a valutare, mediante il test ad una coda, se in media il valore realizzato è maggiore o inferiore del valore previsionale e, pertanto, se l'obiettivo prefissato è stato mediamente raggiunto oppure no.

È quindi possibile, applicando il test ad una coda, accettare H_0 , anche se rifiutata nel primo test, perché il test unilaterale permette di distinguere una differenza positiva o nulla rispetto ad una differenza negativa. In presenza di quest'ultima, infatti, si potrebbe sostenere l'incapacità delle società di raggiungere l'obiettivo.

Per poter dare un'interpretazione ai dati è necessario determinare un livello di confidenza. Nel nostro caso questo è stato fissato al 95%, generando un livello di significatività (α)⁷² pari al 5%. α dovrà essere successivamente confrontato con il *p-value* (p)⁷³:

- se $p > \alpha$, si accetterà l'ipotesi nulla (H_0);
- se $p < \alpha$ si accetterà l'ipotesi alternativa (H_1) rifiutando di conseguenza l'ipotesi nulla.

Dato che le società del campione sono caratterizzate da dimensioni diverse, le differenze in termini assoluti non prendono in considerazione questa peculiarità; per darne peso si è ritenuto opportuno provvedere anche all'effettuazione del test T considerando la media delle variazioni relative. In questo caso, il test bilaterale consiste nell'andare a verificare se la media delle variazioni percentuali tra valori realizzati e valori previsti risulta essere uguale a 0 (H_0) oppure diversa da 0 (H_1), dove:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_{\text{var}} = 0 \\ H_1: \mu_{\text{var}} \neq 0 \end{array} \right.$$

Nel caso del test unilaterale, invece, l'ipotesi nulla fissa la media delle variazioni relative maggiore o uguale di 0, a differenza dell'ipotesi alternativa che ne presume un valore negativo:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_{\text{var}} \geq 0 \\ H_1: \mu_{\text{var}} < 0 \end{array} \right.$$

⁷² α indica il livello al di sotto del quale si deve rifiutare l'ipotesi nulla. (Anderson, Sweeney, & Williams, 2014)

⁷³ Il *p-value* “rappresenta la probabilità che il risultato trovato sia dovuto al caso, invece che al fenomeno in esame” (Bagnasco, Ferrero, & Mautino, 2010)

Il test statistico assume la seguente forma:

$$T = \frac{\mu_{var}}{\sqrt{\frac{S^2}{n}}} \sim t_v \quad \text{dove } S^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(var_i - \mu_{var})^2}{n-1}$$

Dove:

- μ_{var} indica la media delle variazioni relative di tutte le società per ciascuna variabile presa in considerazione;
- var_i indica la variazione percentuale tra i valori realizzati e i valori previsti relativi alla società $i=1 \dots n$;

Infine, si sarebbe voluto verificare quali sono le società che da un punto di vista statistico hanno raggiunto l'obiettivo prefissato. Purtroppo, non è stato possibile effettuare un test T a tal fine, poiché, è disponibile una sola osservazione per ciascuna società e non un campione su cui poter calcolare una statistica test.

In ogni caso è possibile confrontare tra loro le società e quindi ottenere una valutazione delle performance di una di queste in relazione a quella delle altre società prese a campione. L'ipotesi nulla del test bilaterale prevede, per ciascuna variabile analizzata, l'uguaglianza tra la media delle variazioni e la variazione relativa di ogni singola società, a differenza dell'ipotesi alternativa che ne presume la disuguaglianza. Applicando questo test si può dedurre quali sono le società che hanno raggiunto una performance prossima alla media. Il test unilaterale, invece, ha l'intento di verificare se il rifiuto dell'ipotesi nulla nel caso del test bilaterale sia stato dovuto al fatto che le singole società abbiano raggiunto un risultato migliore oppure peggiore rispetto alla media delle società del campione. Le ipotesi del test bilaterale ed unilaterale sono riassunte di seguito:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_{var} = var_i \\ H_1: \mu_{var} \neq var_i \end{array} \right. \quad \left\{ \begin{array}{l} H_0: \mu_{var} \leq var_i \\ H_1: \mu_{var} > var_i \end{array} \right.$$

Il test in questo caso viene costruito come di seguito:

$$T_i = - \frac{(\mu_{var} - var_i)}{\sqrt{\frac{S^2}{n}}} \sim t_v \quad S^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(\mu_{var} - var_i)^2}{n-1}$$

Per permettere un'interpretazione più intuitiva dei risultati del test T, viene cambiata di segno la statistica test in modo che valori grandi del test T abbiano un'accezione positiva e valori

piccoli un'accezione negativa. Questo è possibile in quanto la distribuzione *t* di *Student* è simmetrica per cui si giungerebbe ai medesimi risultati anche calcolando la statistica test senza cambiarla di segno.

Nel paragrafo successivo verranno mostrati i risultati conseguiti in ognuno dei test applicati.

4.3.2 Rappresentazione ed interpretazione dei risultati

Prima di effettuare i test sopra descritti, per ciascuna delle variabili analizzate si è provveduto innanzitutto al reperimento dei dati necessari e, successivamente, al calcolo della differenza (valore realizzato – valore previsionale) e della variazione relativa ($\frac{\text{valore realizzato} - \text{valore previsionale}}{\text{valore previsionale}}$).

Di seguito vedremo variabile per variabile la differenza emersa, la variazione relativa e i risultati dei test che sono stati applicati.

Variabile fatturato

DENOMINAZIONE SOCIALE	Differenza	Variazione %	p-value test T bilaterale	p-value test T unilaterale
BIESSE	35.859.000 €	5%	0,028 *	0,986
CEMENTIR HOLDING	- 53.814.000 €	-4%	0,819	0,409
DOVALUE	3.000.000 €	1%	0,199	0,900
ESPRINET	- 17.881.000 €	-5%	0,722	0,361
EXPRIVIA	164.210.000 €	36%	0,000 ***	0,999
FCA	- 9.588.000.000 €	-8%	0,224	0,112
FINCANTIERI	152.800.000 €	3%	0,093	0,953
GRUPPO LA DORIA	- 72.282.000 €	-10%	0,109	0,549
IL SOLE 24 ORE	- 63.676.000 €	-23%	0,000 ***	0,000 ***
ISAGRO	- 79.229.000 €	-34%	0,000 ***	0,000 ***
LANDI RENZO GROUP	- 7.921.000 €	-4%	0,876	0,438
LEONARDO	740.000.000 €	6%	0,013 *	0,993
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	- 1.072.500.000 €	-25%	0,000 ***	0,000 ***
NETWEEK	- 971.000 €	-3%	0,969	0,515
POSTEITALIANE	164.000.000 €	2%	0,179	0,912
PRIMA INDUSTRIE	- 3.068.000 €	-1%	0,441	0,779
RCS MEDIA GROUP	- 114.400.000 €	-10%	0,066	0,033 *
TERNIENERGIA	24.618.000 €	11%	0,000 ***	0,999

Tabella 4.1 Rappresentazione delle differenze, delle variazioni percentuali e dei *p-value* relativi al test bilaterale e unilaterale effettuati per la variabile fatturato. Fonte: elaborazione personale.

Per la prima variabile analizzata, ossia il fatturato, è stato utilizzato un campione di 18 società. Come si nota dalla tabella sovrastante, poche sono le società (39%) che sono riuscite a superare il valore previsto alla base del piano industriale; la parte restante, invece, ha realizzato un fatturato inferiore rispetto all'obiettivo prefissato.

	Test T sulla differenza in media	Test T su μ_{var}
<i>P-value</i> test bilaterale	0,3258397	0,3449415

Tabella 4.2: *P-value* del test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative della variabile fatturato. Fonte: elaborazione personale.

Una volta raccolti i dati necessari, si è provveduto all'effettuazione del test T: Il *p-value* del test bilaterale, come mostrato dalla tabella 4.2, risulta essere superiore rispetto al livello di significatività stabilito (0,05); si può dunque affermare che il test T effettuato sia sulla differenza in media che sulla media delle variazioni relative ci porta ad accettare l'ipotesi nulla e a rifiutare l'ipotesi alternativa. Pertanto, in media, il fatturato realizzato non è significativamente diverso dal fatturato previsto. Come precedentemente accennato, avendo accettato l'ipotesi di uguaglianza delle medie, non viene riportato il *p-value* del test unilaterale.

Il test T è stato applicato anche a livello di singola società, al fine di verificare quali sono le società che presentano una variazione relativa diversa dalla media delle variazioni relative del campione. I valori dei *p-value* sono riportati nella terza e quarta colonna della tabella 4.1, da dove possiamo evidenziare come, per il 61% del campione, si può accettare l'ipotesi nulla nel test bilaterale, ossia l'ipotesi di uguaglianza tra la media delle variazioni e la variazione di ciascuna società: le performance di queste società rientrano dunque nella media. Per verificare se la parte restante del campione ha ottenuto un risultato migliore oppure peggiore rispetto alla media, si è provveduto all'effettuazione del test T unilaterale, il quale evidenzia come più della metà di queste società è riuscita a superare la performance media. Il grafico sottostante riporta la distribuzione *t* di *Student* con 17 gradi di libertà e rappresenta il valore del test T del campione. Le linee rosse separano la zona di rifiuto, agli estremi, da quella di accettazione dell'ipotesi nulla del test bilaterale. La linea blu, invece, ha lo stesso ruolo ma è relativa al test unilaterale, per cui si rifiuta l'ipotesi nulla nel caso in cui il valore del test T si trovi alla sua sinistra.

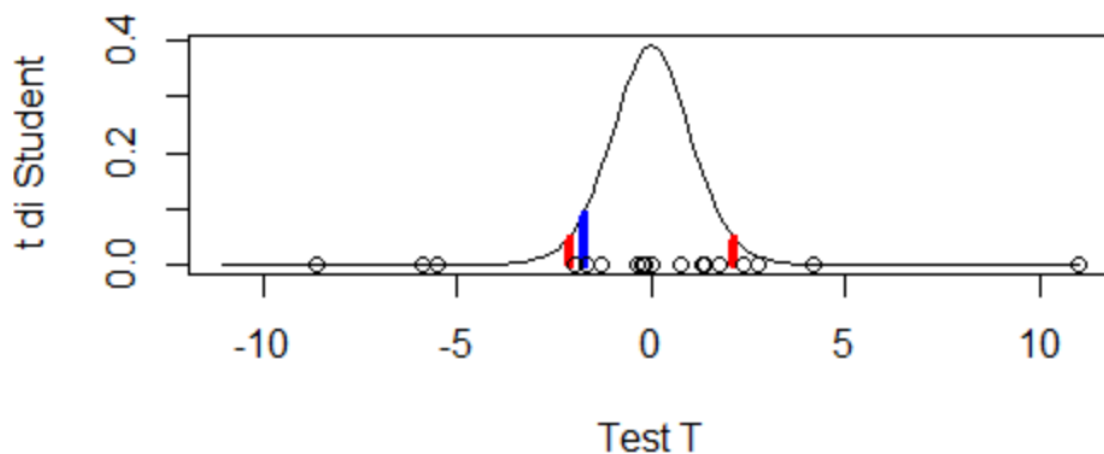


Figura 4.5 Distribuzione *t* di *Student* con 17 gradi di libertà per la variabile fatturato. Fonte: elaborazione personale.

Si ritiene utile far notare un caso particolare, relativo ai risultati del test T, per il Gruppo RCS Media: nel test a due code il *p-value* porta ad accettare l'ipotesi che ritiene la variazione relativa di tale società uguale alla media delle variazioni relative dell'intero campione; lo stesso risultato non si verifica nel caso del test unilaterale, dove il *p-value* risulta inferiore a 0,05, portandoci ad accettare l'ipotesi alternativa. Tale conclusione è visibile anche dalla figura sovrastante, dove il pallino compreso tra la linea rossa e la linea blu rappresenta il valore del test T di RCS Media Group. Si sottolinea, dunque, che la scelta del livello di confidenza, in questo caso $\alpha=5\%$, porta all'individuazione del punto di separazione tra l'accettazione e il rifiuto dell'ipotesi nulla, ma i valori vicini a questa frontiera non portano a risultati robusti al variare dell'ipotesi o di α .

Possiamo pertanto concludere affermando come, da un punto di vista statistico, su 18 società considerate, soltanto 4⁷⁴ hanno raggiunto una performance inferiore rispetto alla media.

Variabile risultato operativo

Per quanto riguarda la seconda variabile analizzata, ossia il Risultato operativo, il campione risulta essere più ridotto rispetto a quello impiegato per il test precedente, a causa della scelta delle società di non riportare all'interno dei piani industriali le previsioni relative alla variabile di interesse. Anche in questo caso si nota come la maggior parte delle società (75%) non è riuscita a centrare l'obiettivo prefissato (Tabella 4.3).

⁷⁴ Il Sole 24 Ore, Isagro, Banca Monte dei Paschi di Siena, RCS Media Group

DENOMINAZIONE SOCIALE	Differenza	Variazione %	p-value test T bilaterale	p-value test T unilaterale
BIESSE	- 7.828.000 €	-11%	0,364	0,818
CEMENTIR HOLDING	78.504.000 €	49%	0,005 **	0,997
ESPRINET	- 42.280.000 €	-64%	0,132	0,065
FCA	- 900.000.000 €	-11%	0,365	0,817
GRUPPO LA DORIA	- 30.750.000 €	-47%	0,427	0,213
IL SOLE 24 ORE	- 11.239.000 €	-140%	0,001 **	0,000 ***
POSTEITALIANE	99.000.000 €	7%	0,102	0,949
PRIMA INDUSTRIE	- 9.059.000 €	-24%	0,779	0,610

Tabella 4.3 Rappresentazione delle differenze, delle variazioni percentuali e dei *p-value* relativi al test bilaterale e unilaterale effettuati per la variabile EBIT. Fonte: elaborazione personale.

Passando ora al test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative, notiamo dalla tabella 4.4 come questo riporta un *p-value* superiore ad α , facendoci accettare l'ipotesi nulla H_0 : ciò significa che mediamente il risultato operativo realizzato non è significativamente diverso dal risultato operativo previsionale.

	Test <i>t</i> sulla differenza in media	Test T su μ_{var}
<i>P-value</i> test bilaterale	0,4014500	0,1715933

Tabella 4.4: *P-value* del test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative della variabile Risultato Operativo. Fonte: elaborazione personale.

Vediamo di seguito a che risultati ci porta invece il test T applicato alle singole società. Dalla Tabella 4.3 emerge come, in seguito all'effettuazione del test a due code, 6 società su 8 presentano una variazione relativa prossima alla media delle variazioni relative del campione; delle restanti 2, per cui si è accettata l'ipotesi alternativa, si può affermare come soltanto Cementir Holding presenti un valore superiore alla media. La società che invece ha conseguito la performance peggiore è Il Sole 24 ore, infatti si nota il *p-value* del test unilaterale prossimo allo zero. Per la rappresentazione della distribuzione *t* di Student si guardi la figura sottostante.

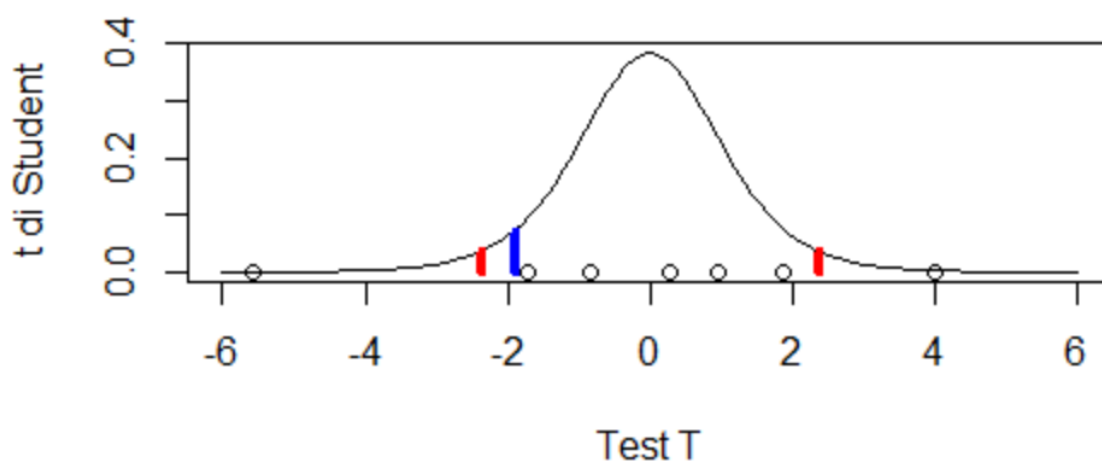


Figura 4.6 Distribuzione *t* di *Student* con 7 gradi di libertà per la variabile Risultato Operativo.
Fonte: elaborazione personale

Variabile EBITDA

DENOMINAZIONE SOCIALE	Differenza	Variazione %	p-value test T bilaterale	p-value test T unilaterale
A2A	81.000.000 €	7%	0,314	0,843
BIESSE	- 2.924.000 €	-3%	0,934	0,533
CEMENTIR HOLDING	- 81.783.000 €	-35%	0,011 *	0,005 * *
ERG	4.575.000 €	1%	0,648	0,676
ESPRINET	- 40.409.000 €	-59%	0,000 ***	0,000 ***
EXPRIVIA	18.000.000 €	60%	0,000 ***	0,999
FALCK REWENABLE	43.456.000 €	29%	0,006 **	0,997
FIERA MILANO GROUP	14.863.000 €	87%	0,000 ***	0,999
GRUPPO LA DORIA	- 25.479.000 €	-33%	0,016 *	0,008 **
IL SOLE 24 ORE	- 11.988.000 €	-63%	0,000 ***	0,000 ***
ISAGRO	- 16.976.000 €	-55%	0,000 ***	0,000 ***
LANDI RENZO GROUP	- 5.488.000 €	-20%	0,141	0,070
LEONARDO	459.000.000 €	43%	0,000 ***	0,999
NETWEEK	- 501.000 €	-50%	0,000 ***	0,000 ***
PRIMA INDUSTRIE	- 8.041.000 €	-15%	0,305	0,152
RCS MEDIA GROUP	15.300.000 €	11%	0,178	0,911
TERNIENERGIA	13.958.000 €	27%	0,011 *	0,995

Tabella 4.5 Rappresentazione delle differenze, delle variazioni percentuali e dei *p-value* relativi al test bilaterale e unilaterale effettuati per la variabile EBITDA. Fonte: elaborazione personale.

Analizzando la variabile Ebitda, su un campione di 17 società, si può affermare che la somma delle differenze porta a un valore positivo, nonostante sia prevalente il numero delle società caratterizzate da una differenza negativa (Tabella 4.5); ciò è indice della capacità delle società del campione di superare mediamente le aspettative. Tale conclusione emerge anche dal test T (si veda tabella sottostante), effettuato sia sulla differenza in media che sulla media delle

variazioni relative, per cui si può affermare che mediamente il valore realizzato si può approssimare al valore previsto.

	Test T sulla differenza in media	Test T su μ_{var}
<i>P-value</i> test bilaterale	0,3562282	0,7136767

Tabella 4.6: *P-value* del test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative della variabile EBITDA. Fonte: elaborazione personale.

Il test T a due code, applicato a livello di singola società, evidenzia l'accettazione dell'ipotesi alternativa nel 64,7% del campione (Tabella 4.5). Da ciò emerge come, soltanto il restante 35,3% evidenzia una variazione relativa prossima alla media delle variazioni relative di tutte le società. Al fine di verificare se il rifiuto dell'ipotesi nulla nel test bilaterale sia dovuto al raggiungimento di un risultato migliore rispetto alla media, si è applicato il test ad una coda, il quale evidenzia come, delle 11 società per cui si è rifiutato l'ipotesi nulla di uguaglianza, soltanto il 45% ha raggiunto una differenza in termini relativi superiore rispetto alla media del campione. Tale conclusione è visibile anche dalla Figura 4.7, da dove emerge anche come, su 17 società, soltanto 6 abbiano conseguito una performance peggiore rispetto alla media.

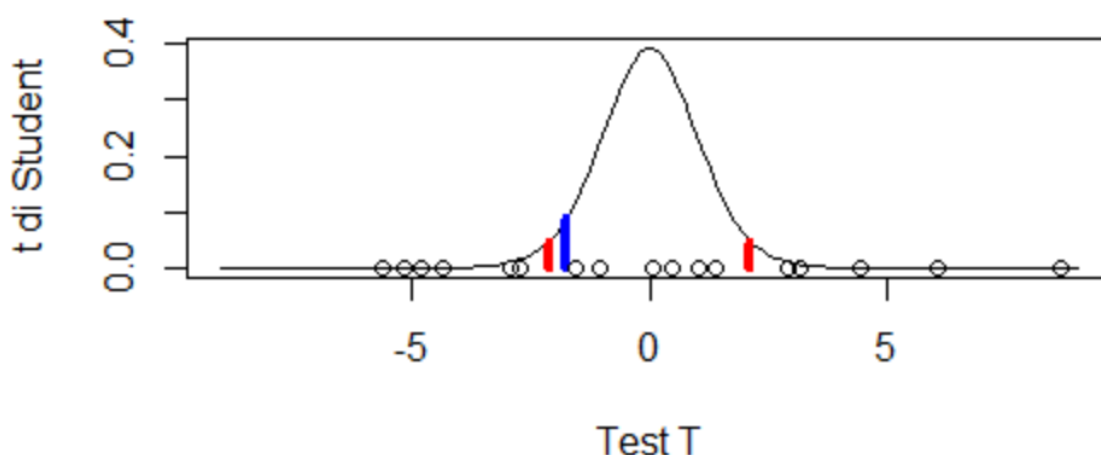


Figura 4.7 Distribuzione *t* di Student con 16 gradi di libertà per la variabile Ebitda. Fonte: elaborazione personale

Risultato netto

Un'ulteriore variabile presa in considerazione è il risultato netto. Guardando la Tabella 4.7 si può evidenziare come soltanto il 27% delle società ha raggiunto il risultato netto prefissato; per la parte restante si evidenzia una differenza negativa tra risultato netto realizzato e risultato netto previsionale.

DENOMINAZIONE SOCIALE	Differenza	Variazione %	p-value test T bilaterale	p-value test T unilaterale
A2A	- 16.000.000 €	-4%	0,326	0,837
CATTOLICA ASSICURAZIONI	- 102.100.000 €	-49%	0,214	0,107
ESPRINET	- 31.842.000 €	-69%	0,036 *	0,018 *
EXPRIVIA	- 6.852.000 €	-114%	0,000 ***	0,000 ***
FCA	- 1.370.000.000 €	-29%	0,785	0,396
GRUPPO LA DORIA	- 18.063.000 €	-40%	0,418	0,209
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	- 665.800.000 €	-68%	0,041 *	0,020 *
POSTEITALIANE	399.000.000 €	40%	0,007 **	0,997
PRIMA INDUSTRIE	3.458.000 €	17%	0,056	0,972
RCS MEDIA GROUP	45.000.000 €	113%	0,000 ***	0,999
UNIPOL GRUPPO	- 872.000.000 €	-58%	0,099	0,049 *

Tabella 4.7 Rappresentazione delle differenze, delle variazioni percentuali e dei *p-value* relativi al test bilaterale e unilaterale effettuati per la variabile Risultato netto. Fonte: elaborazione personale.

Applichiamo ora il test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative. Data la numerosità delle società che presenta una differenza negativa, e dato il valore assunto dal *p-value* nel test bilaterale (Tabella 4.8), si è ritenuto opportuno effettuare anche il test ad una coda. Nonostante il *p-value* superi il livello di significatività di 0,05 anche nel test unilaterale, notiamo come risulti molto basso, pertanto, si può sostenere la presenza di una situazione in cui la statistica test si trova sulla frontiera che divide la regione di accettazione da quella di rifiuto; in questo caso è dunque possibile incorrere in un errore di seconda specie (ossia di accettazione dell'ipotesi nulla quando è falsa).

	Test T sulla differenza in media	Test T su μ_{var}
<i>P-value</i> test bilaterale	0,1518279	0,2331341
<i>P-value</i> test unilaterale	0,0759139	0,1165670

Tabella 4.8: *P-value* del test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative della variabile Risultato Netto. Fonte: elaborazione personale.

Con riguardo invece al test T applicato alle singole società, i risultati evidenziano come il 45% del campione presenti, nel caso del test bilaterale, un *p-value* inferiore al livello di significatività fissato (si veda tabella 4.7 colonna 3), il che ci porta ad accettare l'ipotesi alternativa, sostenendo, pertanto, per queste società la disuguaglianza tra la variazione relativa del Risultato netto e la media delle variazioni relative. Il test bilaterale non specifica il segno della disuguaglianza, ragione per cui si è provveduto al calcolo del test T unilaterale, il quale mostra

come soltanto 4⁷⁵ società su 11 hanno ottenuto una performance inferiore alla media. La figura 4.8 mostra la distribuzione *t* di *Student* per la variabile in oggetto.

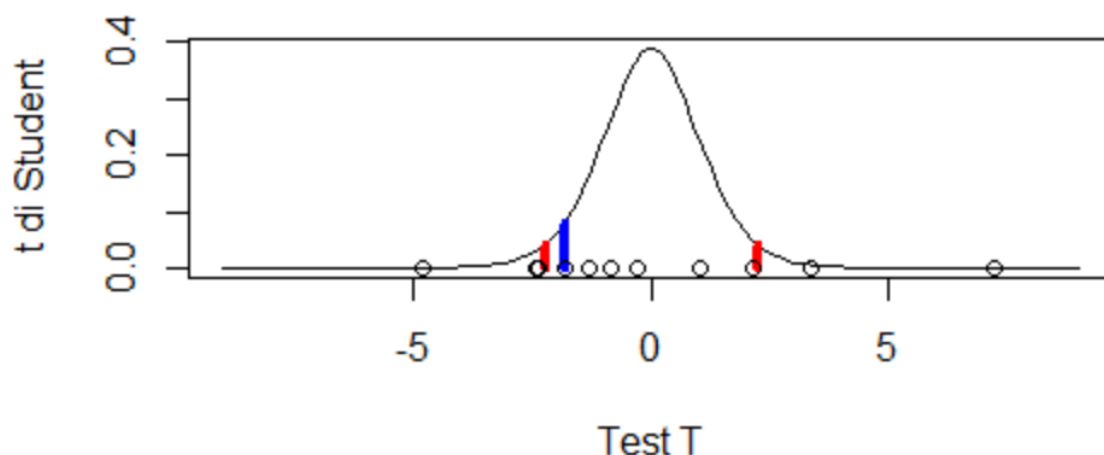


Figura 4.8 Distribuzione *t* di *Student* con 10 gradi di libertà per la variabile Risultato Netto. Fonte: elaborazione personale

Free cash flow

La Tabella 4.9 riporta l'elenco delle società che nel piano industriale hanno fatto una previsione numerica dei flussi di cassa futuri. Si nota come soltanto 2 società su 5 sono riuscite a centrare l'obiettivo prefissato; le altre, invece, hanno generato un FCF inferiore rispetto a quello previsionale.

DENOMINAZIONE SOCIALE	Differenza	Variazione %	p-value test T bilaterale	p-value test T unilaterale
A2A	413.000.000 €	413%	0,032 *	0,984
BIESSE	- 55.101.000 €	-86%	0,166	0,083
FCA	- 1.900.000.000 €	-31%	0,314	0,157
GRUPPO LA DORIA	- 38.460.000 €	-101%	0,139	0,070
LEONARDO	237.000.000 €	237%	0,213	0,893

Tabella 4.9: Rappresentazione delle differenze, delle variazioni percentuali e dei *p-value* relativi al test bilaterale e unilaterale effettuati per la variabile FCF. Fonte: elaborazione personale.

Vediamo ora se anche il test T ci fa giungere alla stessa conclusione. Notiamo dalla tabella sottostante come, invece, il *p-value* del test bilaterale risulta essere superiore a α (0,05), ragione per cui si può affermare che mediamente il *Free cash flow* realizzato non è significativamente diverso dal *Free cash flow* previsto.

⁷⁵ Esprinet, Exprivia, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unipol Assicurazioni.

	Test T sulla differenza in media	Test T su μ_{var}
<i>P-value</i> test bilaterale	0,5545455	0,4443616

Tabella 4.10: *P-value* del test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative della variabile *FCF*. Fonte: elaborazione personale.

Con riferimento invece al test T applicato ad ogni singola società, dalla Tabella 4.9 (colonna 3) notiamo come l'ipotesi nulla di uguaglianza verrebbe accettata per l'intero campione, tranne per la società A2A. Per constatare se il rifiuto dell'ipotesi nulla sia dovuto al fatto che la variazione relativa della variabile in questione sia maggiore oppure inferiore alla media delle variazioni di tutte le società del campione, si è provveduto al calcolo del test T ad una coda, dal quale emerge un *p-value* pari a 0,98: si può pertanto affermare come la società A2A abbia statisticamente realizzato una performance superiore alla media del campione. Si veda la figura sottostante per la rappresentazione dei valori del test T delle società analizzate.

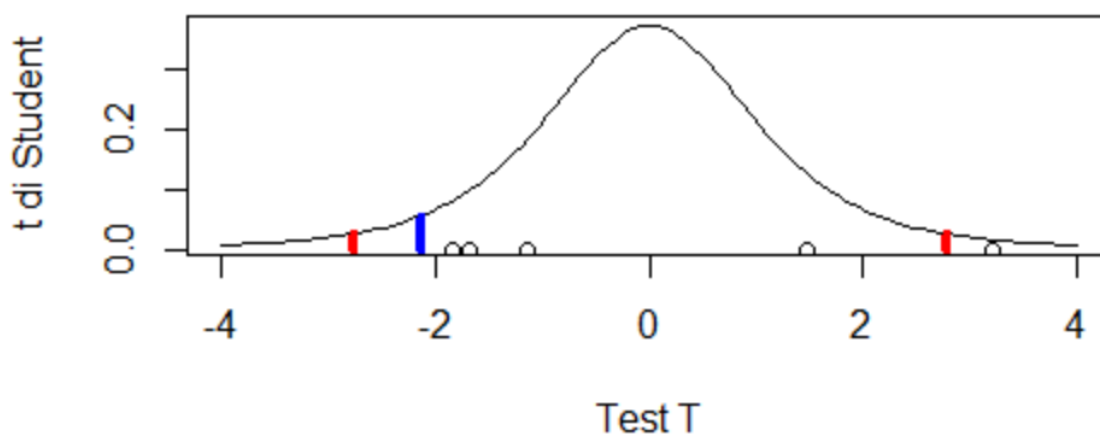


Figura 4.9 Distribuzione *t* di *Student* con 4 gradi di libertà per la variabile *FCF*. Fonte: elaborazione personale

Posizione finanziaria netta

DENOMINAZIONE SOCIALE	Differenza	Variazione %	p-value test T bilaterale	p-value test T unilaterale
BIESSE	19.493.000 €	-43%	0,002 **	0,999
CEMENTIR HOLDING	- 4.585.000 €	-2%	0,646	0,323
ERG	146.000.000 €	12%	0,073	0,034 *
EXPRIVIA	- 357.000 €	-0,2%	0,529	0,264
FALCK REWENABLE	- 139.833.000 €	-20%	0,139	0,930
FINCANTIERI	- 6.000.000 €	-1%	0,603	0,302
GRUPPO LA DORIA	25.817.000 €	42%	0,000 ***	0,000 ***
LEONARDO	- 249.000 €	-10%	0,697	0,651
NETWEEK	294.000 €	8%	0,155	0,077
PRIMA INDUSTRIE	10.539.000 €	16%	0,031 *	0,015 *
RCS MEDIA GROUP	- 195.800.000 €	-68%	0,000 ***	0,999

Tabella 4.11 Rappresentazione delle differenze, delle variazioni percentuali e dei *p-value* relativi al test bilaterale e unilaterale effettuati per la variabile PFN. Fonte: elaborazione personale.

L'ultima variabile analizzata è la Posizione finanziaria netta. Si ricorda che la PFN è data dalla somma algebrica dei debiti finanziari al netto dei crediti finanziari a breve e delle disponibilità liquide, pertanto, il segno negativo della differenza determina in realtà un impatto positivo.

La tabella sovrastante mostra come, su 11 società, 6 sono riuscite a raggiungere un valore minore rispetto a quello previsto, ossia un indebitamento finanziario inferiore. Anche il test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative ci fa accettare l'ipotesi nulla, il che significa che mediamente la PFN realizzata dal campione non è significativamente diversa dalla PFN previsionale.

	Test T sulla differenza in media	Test T su μ_{var}
<i>P-value</i> test bilaterale	0,6331369	0,5173487

Tabella 4.12: *P-value* del test T sulla differenza in media e sulla media delle variazioni relative della variabile PFN. Fonte: elaborazione personale.

Se invece il test T sulla variazione relativa venisse applicato alle singole società? Per il 64% del campione si accetterebbe l'ipotesi nulla nel caso del test bilaterale; il test unilaterale invece è stato impostato in modo da accettare l'ipotesi nulla nel caso in cui la variazione fosse inferiore o uguale alla media delle variazioni e rifiutarla nel caso opposto. Il grafico sottostante riporta la distribuzione *t* di Student con 10 gradi di libertà, mettendo in evidenza il risultato del test

effettuato. Il test unilaterale ci consente di affermare come 8 su 11 società sono riuscite a raggiungere una performance superiore o uguale a quella media dell'intero campione considerato. Si noti come, per la società Erg, si accetti l'uguaglianza tra i due valori nel caso del test bilaterale, mentre invece si rifiuti l'ipotesi nulla nel caso del test ad una coda (Figura 4.10): è valido lo stesso discorso fatto precedentemente, ossia a causa della vicinanza del valore osservato alla frontiera, risulta difficile formulare una conclusione a causa del rischio di incorrere in errore.

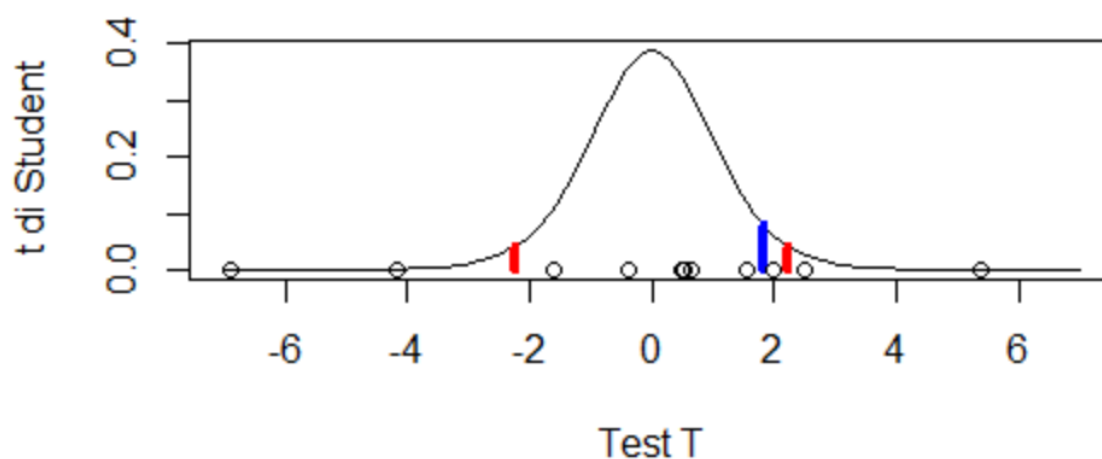


Figura 4.10 Distribuzione *t* di Student con 10 gradi di libertà per la variabile PFN. Fonte: elaborazione personale

Si può pertanto concludere questa analisi empirica affermando che, nonostante sia visibile per alcune società il mancato raggiungimento delle performance desiderate, da un punto di vista statistico si può sostenere l'approssimazione della media dei valori realizzati alla media dei valori previsionali, per ciascuna variabile presa in considerazione.

Dato che le società del campione operano in settori diversi e dato che l'annualità presa in considerazione per il confronto tra i valori realizzati e i valori previsionali può essere differente per ognuna di queste, non si può dare una conclusione anche a livello macroeconomico. Ad ogni modo, non bisogna dimenticarsi del fatto che la dimensione del campione gioca un ruolo fondamentale nelle conclusioni che vengono tratte. Nella nostra analisi, alcune variabili analizzate sono caratterizzate da un campione particolarmente piccolo; in presenza di un campione più ampio rispetto a quello preso in considerazione, il test effettuato avrebbe potuto dare un risultato differente e più affidabile rispetto a quello conseguito con un campione più ridotto.

Nel prossimo paragrafo invece andremo a verificare se la pubblicazione del piano industriale ha avuto un impatto significativo sull'andamento del prezzo delle azioni delle singole società.

4.4 Incidenza sui prezzi di mercato

4.4.1 Metodologia utilizzata

Come afferma anche Borsa Italiana, il valore di mercato di uno strumento finanziario è determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta. Il prezzo delle azioni subisce pertanto continue modifiche a seconda delle forze di mercato e per diverse ragioni: una di queste potrebbe essere la comunicazione volontaria di informazioni. Dato che il piano industriale è uno strumento comunicativo molto importante, l'analisi empirica consiste nell'andare a verificare se la pubblicazione del piano industriale ha impattato in maniera significativa sul valore delle azioni societarie.

Il metodo di analisi applicato è denominato “*event study*” e ha l'intento di studiare l'influenza di un evento sulla serie storica dei rendimenti⁷⁶. Tre sono i passaggi fondamentali di questo metodo di analisi (Pastorello, 2001):

- 1) Identificazione del momento in cui l'evento è avvenuto;
- 2) La suddivisione dei rendimenti osservati in due componenti, una “normale” e l'altra “anomala”, dove quest'ultima rispecchia l'effetto dell'avvenimento ($r_t = n_t + a_t$);
- 3) Applicazione del test T al fine di verificare la significatività statistica dei rendimenti anomali.

Analizziamo di seguito, in maniera dettagliata, questi tre passaggi.

Innanzitutto, per poter svolgere l'analisi di interesse, è stato necessario individuare la data dell'evento da analizzare, ossia la data in cui il piano industriale è stato reso noto al mercato.

Al fine di poter applicare questo metodo di analisi, è necessario stabilire un modello statistico del comportamento “normale” dei rendimenti, indispensabile per la valutazione dell'anormalità della serie. Il modello più comunemente utilizzato per la stima del rendimento normale è quello “di mercato” (*market model*)⁷⁷:

$$(4.1) \quad r_t = \alpha + \beta r_{mt} + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$$

Dove:

- r_t sono i rendimenti delle azioni delle singole società al tempo t ;

⁷⁶ Dove $r_t = \log(P_t) - \log(P_{t-1})$

⁷⁷ (MacKinlay, 1997)

- α e β sono due parametri da stimare;
- r_{mt} è il rendimento dell'indice di mercato⁷⁸ al tempo t ;
- ε_t è il termine d'errore assunto normale con media 0 e varianza σ^2 costante nel tempo;
- $\alpha + \beta r_{mt}$ rappresenta la componente normale della serie storica.

Il metodo dell'*event study* definisce, in primis, un periodo di stima e stabilisce che le quotazioni giornaliere, sia delle singole società che dell'indice di mercato di riferimento, vengono impiegate nel modello, ottenendo le stime di $\hat{\alpha}$ e $\hat{\beta}$ per ogni società analizzata. Al fine di poter stimare la componente normale del rendimento, si ritiene opportuno utilizzare come campione le osservazioni relative ad un periodo temporale che si distanzia tanto dall'evento, altrimenti si potrebbe verificare una distorsione dei rendimenti approssimati. Nel nostro caso sono state prese 40 osservazioni giornaliere, relative ad un periodo temporale che si distanzia dalla data della pubblicazione del piano industriale di almeno 4 mesi.

Successivamente si identifica un periodo dell'evento, per il quale si è deciso di considerare 20 osservazioni giornaliere prima della pubblicazione del piano industriale e 20 in seguito a tale evento, tenendo pertanto in considerazione la possibilità che il mercato possa averlo anticipato. È opportuno non osservare periodi lunghi, in modo tale da evitare che l'andamento del prezzo e pertanto dei rendimenti possa essere stato influenzato da ulteriori eventi che si sono verificati in prossimità di quello di nostro interesse. Un aspetto importante è collegato alla frequenza delle osservazioni, la quale deve essere la medesima sia con riferimento al periodo di stima che al periodo dell'evento.

Avendo stimato i coefficienti $\hat{\alpha}$ e $\hat{\beta}$, prendendo come riferimento il periodo di stima, si può calcolare la serie dei rendimenti normali per ciascuna società, nel periodo dell'evento, nel caso in cui questo non si fosse verificato. Il modello di mercato risulta il seguente:

$$(4.2) \quad \hat{n}_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta} r_{mt}$$

Dove:

- r_{mt} sono i rendimenti dell'indice di mercato osservati nel periodo dell'evento.

⁷⁸ Per ciascuna società sono stati presi a riferimento uno dei tre indici azionari in cui queste sono quotate (Ftse Mib, Ftse Mid Cap, Ftse Small Cap). Per un maggiore dettaglio si veda il Paragrafo 3.2.2.

Ottenuti i rendimenti normali nel periodo dell'evento, si possono calcolare i rendimenti anomali, che permettono di quantificare l'impatto dell'evento sull'andamento della serie. I rendimenti anomali vengono calcolati sottraendo ai rendimenti osservati nel periodo dell'evento, i rendimenti normali stimati (mediante la formula 4.2).

Pertanto, il rendimento anomalo sarà dato da:

$$\hat{a}_t = r_t - \hat{n}_t$$

Infine, si vuole valutare se il rendimento anomalo è distribuito secondo una normale standard come ϵ_t nella formula 4.1. A tal fine è stato applicato un test T con distribuzione t di *Student*, che prevede come ipotesi nulla (H_0) la nullità della media di \hat{a}_t . Accettando l'ipotesi nulla, si può affermare che la distribuzione di \hat{a}_t non si discosta da quella di ϵ_t , per cui la serie nel periodo dell'evento non ha un andamento anomalo rispetto al periodo di stima, potendo pertanto affermare che l'evento non ha avuto un impatto significativo sulla serie considerata.

Nel caso in cui l'ipotesi venisse rifiutata ($p\text{-value} < 0,05$), si potrebbe affermare che l'evento osservato abbia influito sull'andamento della serie dei rendimenti e pertanto dei prezzi, poiché il modello presenta una componente anomala.

Il test statistico utilizzato è il seguente:

$$T = \frac{\hat{\mu}_a}{\sqrt{\frac{S^2}{n}}} \sim t_v \quad \text{dove} \quad S^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(\hat{a}_i - \hat{\mu}_a)^2}{n-1}$$

Dove:

- $\hat{\mu}_a$ è la media dei rendimenti anomali;
- \hat{a}_i sono i rendimenti anomali;
- n corrisponde al numero di osservazioni.
- $t_v = n-1$ sono i gradi di libertà

Nel paragrafo successivo verranno mostrati i risultati emersi.

4.4.2 Rappresentazione ed interpretazione dei risultati

Innanzitutto, verrà mostrata una tabella contenente il $p\text{-value}$ del test T, evidenziando, per le società in cui si rifiuta l'ipotesi nulla, qual è stato il rendimento del titolo azionario alla data di presentazione del piano industriale. Successivamente, verranno mostrati i grafici relativi

all'andamento dei prezzi di alcune delle società il cui livello di significatività osservato risulta inferiore a 0,05, per le quali, pertanto, l'effetto determinato dalla pubblicazione del piano industriale è significativo sulle serie considerate. A tal fine verranno riportati due grafici, il primo relativo al periodo di stima scelto, il secondo relativo al periodo dell'evento, evidenziando in quest'ultimo il momento della pubblicazione del piano industriale.

Nella seguente tabella, pertanto, verranno mostrati i valori emersi dall'applicazione del test T e il rendimento azionario alla data di pubblicazione del piano industriale:

DENOMINAZIONE SOCIALE	p-value test T	Rifiuto dell' H_0	r_t
A2A	0,962		
ACEA	0,757		
ASTALDI	0,232		
BANCA PROFILO	0,864		
BANCA SISTEMA	0,090		
BIESSE	0,852		
BPER BANCA	0,818		
CATTOLICA ASSICURAZIONI	0,000	***	-5,33%
CEMENTIR HOLDING	0,000	***	-0,55%
DIASORIN	0,000	***	-1,94%
DOVALUE	0,492		
ENEL	0,000	***	+0,87%
ENI	0,983		
EPRINCE	0,000	***	-1,78%
ERG	0,049	*	+6,10%
ESPRINET	0,001	**	+17,28%
EXPRIVIA	0,020	*	-2,63%
FALCK REWENABLE	0,005	**	+5,96%
FCA	0,000	***	-4,64%
FIERA MILANO GROUP	0,000	***	+4,09%
FINCANTIERI	0,521		
GENERALI	0,589		
GEOX	0,832		
GIGLIO GROUP	0,996		
GRUPPO HERA	0,081		
GRUPPO LA DORIA	0,109		
IGD-SIIQ	0,838		
IL SOLE 24 ORE	0,077		
IREN	0,025	*	-1,34%
ISAGRO	0,000	***	-2,94%
LANDI RENZO GROUP	0,997		
LEONARDO	0,018	*	-12,76%
MEDIASET	0,015	*	+0,86%
MEDIOBANCA	0,958		
MONTE DEI PASCHI DI SIENA	0,302		
NETWEEK	0,945		

PIRELLI	0,665		
POSTEITALIANE	0,901		
PRIMA INDUSTRIE	0,209		
RAI WAY	0,987		
RCS MEDIA GROUP	0,987		
SABAF	0,723		
SALINI IMPREGILO	0,809		
SARAS	0,007	**	+0,86%
SIAS	0,333		
SNAM	0,680		
TERNA	0,618		
TERNIENERGIA	0,523		
TINEXTA	0,000	***	+0,14%
UBI BANCA	0,744		
UNIPOL GRUPPO	0,998		

Tabella 4.13 Rappresentazione dei *p-value* relativi al test T applicato e dei rendimenti azionari alla data di pubblicazione del piano industriale. Fonte: elaborazione personale.

Guardando la Tabella 4.13 si nota come nel 33,3% del campione il *p-value* presenta un valore inferiore al livello di significatività fissato (0,05), pertanto, si può affermare che la pubblicazione del piano industriale ha avuto un'influenza sulla serie storica dei rendimenti e, pertanto, dei prezzi, delle suddette società.

Le restanti 34 società accettano invece l'ipotesi di nullità della media dei rendimenti anomali, pertanto, si può sostenere che l'evento non ha impattato in maniera significativa sul valore azionario delle rispettive società.

Di seguito verranno analizzati, con un maggiore dettaglio, alcune delle 17 società il cui piano industriale è risultato *price sensitive*.

Cattolica Assicurazioni

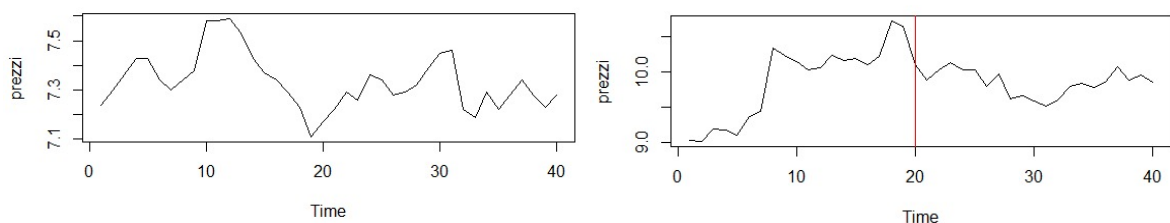


Figura 4.11 Andamento dei prezzi di Cattolica Assicurazione nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Osservando l'andamento dei prezzi del titolo azionario di Cattolica Assicurazioni nel periodo di stima, si nota come questo sia altalenante, con picchi sia positivi che negativi. Esaminando

invece l'andamento dei prezzi nel periodo attorno all'evento considerato, si rileva un aumento brusco del prezzo prima della pubblicazione del piano, con successiva decrescita e stabilizzazione. Il momento esatto in cui è avvenuto l'evento è stato evidenziato nella figura sovrastante mediante la linea verticale; si può inoltre constatare che alla stessa data i rendimenti azionari presentino un picco negativo (-5,3%), indice della diminuzione del prezzo azionario rispetto al giorno precedente.

Nella tabella successiva vengono riportate le componenti del test statistico:

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	p -value
0,031	0,0026	11,903	0,000

Si osserva un p -value inferiore al livello di significatività fissato, il che ci porta ad affermare che la pubblicazione del piano industriale abbia influito significativamente sulla serie dei rendimenti e, pertanto, dei prezzi.

Cementir holding

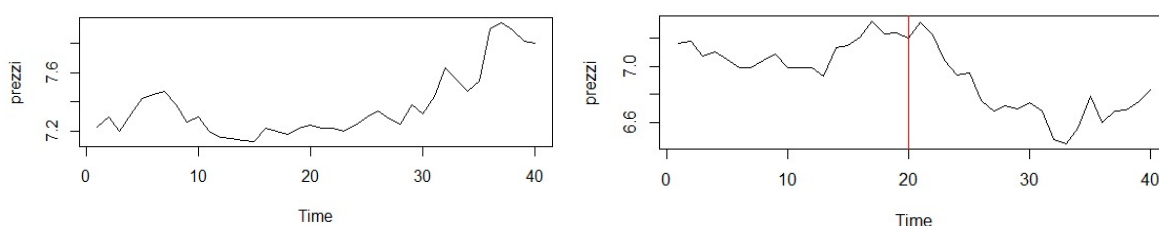


Figura 4.12 Andamento dei prezzi di Cementir Holding nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

La Figura 4.12 mostra l'andamento dei prezzi della serie analizzata nei due periodi osservati. Dal secondo grafico si evidenzia come, in seguito alla pubblicazione del piano industriale, il prezzo abbia subito un calo, nonostante l'andamento costante dello stesso nelle 20 osservazioni che precedono l'evento. Sebbene si noti un andamento diverso, nonché opposto, tra il periodo di stima e il periodo dell'evento, c'è da evidenziare che il range di prezzo sia diminuito nel lasso temporale tra i due periodi analizzati.

Osservando invece il giorno in cui è stato divulgato il piano, si può valutare l'influenza istantanea di questo evento sul prezzo delle azioni. Il valore del rendimento risulta essere pari a -0,55%, per cui il prezzo rispetto al giorno precedente è diminuito in questo istante temporale.

Passiamo ora al test statistico effettuato, i cui risultati ottenuti si possono analizzare di seguito:

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	<i>p-value</i>
0,015	0,0033	4,695	0,000

Dopo aver calcolato i rendimenti anomali per questa società, si è provveduto all'effettuazione del test T, il cui *p-value* risulta prossimo allo zero; essendo esso inferiore al livello di significatività del 5%, si accetterà l'ipotesi alternativa, rifiutando dunque l'ipotesi di nullità della media dei rendimenti anomali. Si può pertanto affermare che la divulgazione del documento abbia comportato una variazione significativa nei rendimenti azionari della società.

Diasorin

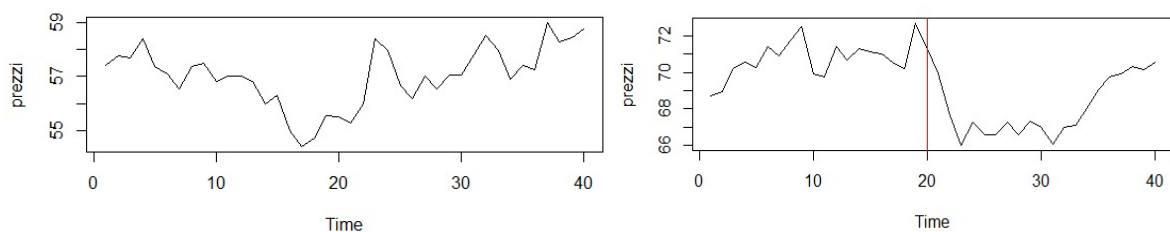


Figura 4.13 Andamento dei prezzi di Diasorin nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Analizziamo ora l'andamento del prezzo della società Diasorin nei due periodi considerati. Dal primo grafico della Figura sovrastante si nota come l'andamento mostri una visibile instabilità della serie considerata nel periodo di stima. Se dovessimo analizzare, invece, il trend azionario relativo al periodo dell'evento, si osserverebbe inizialmente un leggero aumento dello stesso per poi subire, poco prima della pubblicazione del piano industriale, un decremento. Come è evidente anche dal grafico, il giorno della divulgazione del documento, il rendimento è diminuito e corrisponde a -1,94%.

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	<i>p-value</i>
0,029	0,0035	8,164	0,000

Dalla tabella sovrastante emerge come il *p-value* del test T applicato ci faccia rifiutare l'ipotesi che approssima la media dei rendimenti anomali a 0, ragione per cui si può sostenere che il piano industriale ha inciso in maniera significativa sull'andamento dei rendimenti e, pertanto, dei prezzi.

Enel Energia

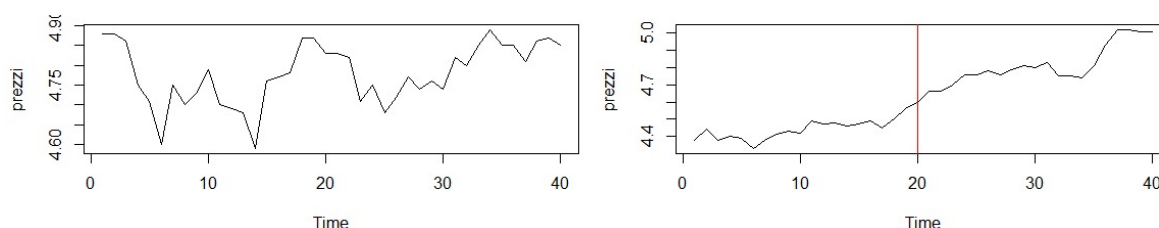


Figura 4.14 Andamento dei prezzi di Enel Energia nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Dalla Figura 4.14 si nota un andamento variabile del prezzo durante il primo periodo considerato; nel periodo dell'evento, invece, osserviamo prima della pubblicazione del piano industriale un andamento dei prezzi costante, per poi assumere, in prossimità dell'evento, un trend in aumento, che prosegue anche successivamente. Il giorno dell'avvenimento stesso, il rendimento assume un valore positivo, pari a 0,87%, il che significa che il prezzo è aumentato rispetto al suo valore alla data antecedente.

Vediamo ora i risultati ottenuti in seguito all'applicazione del test statistico:

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	p -value
-0,018	0,0033	-5,428	0,000

Il p -value è prossimo allo zero, pertanto, si può sostenere che la comunicazione volontaria abbia influito sull'andamento dei rendimenti e di conseguenza sul prezzo del titolo azionario.

Eprice

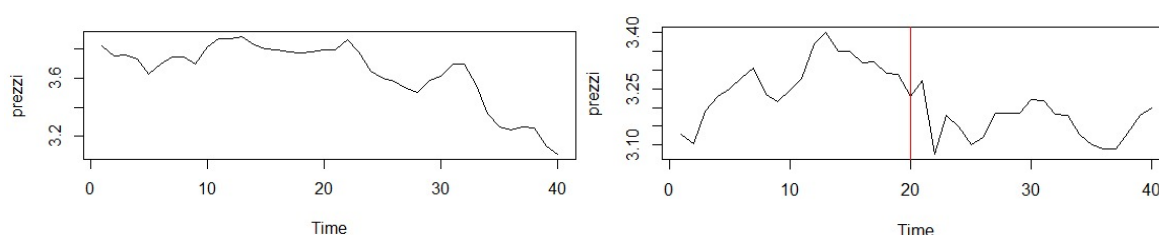


Figura 4.15 Andamento dei prezzi di Eprice nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Nella figura sovrastante viene riportato l'andamento dei prezzi azionari relativi alla serie storica considerata nei due periodi. Nel primo grafico si evidenzia, in primis, un andamento costante, per poi subire, con riferimento alle ultime osservazioni considerate, un calo significativo. Il giorno della divulgazione del piano industriale, evento segnato nel secondo grafico con la linea verticale, il rendimento assume un valore negativo, pari a -1,78%, il che è indice della

diminuzione del prezzo in tale istante temporale. Dopo il brusco calo avvenuto subito dopo l'evento analizzato, il prezzo assume un andamento ondeggiante.

Nella tabella successiva vengono riportati i valori emersi dal test statistico effettuato:

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	<i>p-value</i>
-0,058	0,0059	-2,581	0,000

Notiamo come il *p-value* sia approssimabile a zero, il che ci porta a rifiutare l'ipotesi nulla. In conclusione, il rendimento osservato contiene una componente anomala, oltre a quella normale, il che ci porta ad affermare che l'evento analizzato ha impattato in maniera significativa sul valore di mercato della società Eprice.

Esprinet

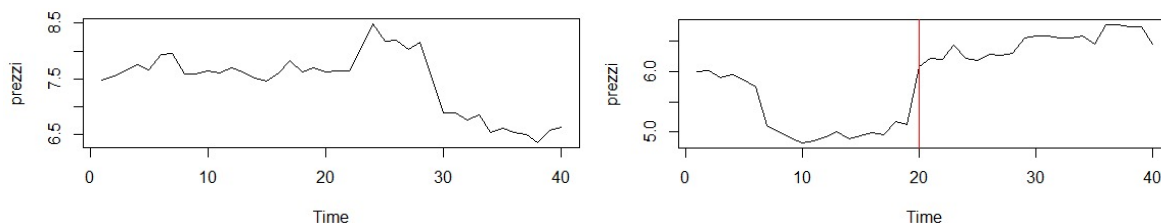


Figura 4.16 Andamento dei prezzi di Esprinet nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Con riferimento al periodo di stima si osserva inizialmente un trend dei prezzi costante, seguito da un successivo calo. Nella seconda serie considerata, vediamo come, in prossimità dell'evento, si verifica un decremento brusco ma temporaneo in quanto, poco prima della pubblicazione del piano industriale, vi segue un rialzo dei prezzi con successivo andamento costante degli stessi. Alla data dell'evento il rendimento è positivo e corrisponde a 17,28%: a tale data si verifica il picco positivo. Prima di passare ai risultati del test statistico applicato, si ritiene opportuno evidenziare, anche in questo caso, la differenza del range di prezzo tra i due periodi considerati, il che è indice di una diminuzione significativa degli stessi in tale lasso temporale.

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	<i>p-value</i>
-0,027	0,0072	-3,822	0,001

Nella tabella sovrastante sono stati riportati i valori relativi al test statistico applicato, dal quale emerge un *p-value* pari a 0,001, pertanto, si può affermare che la serie storica, in corrispondenza del periodo dell'evento, sia stata influenzata da quest'ultimo; di conseguenza, si può

sottolineare come la pubblicazione del piano industriale abbia avuto un impatto significativo sui rendimenti, e pertanto, sui prezzi.

Falck Renewable

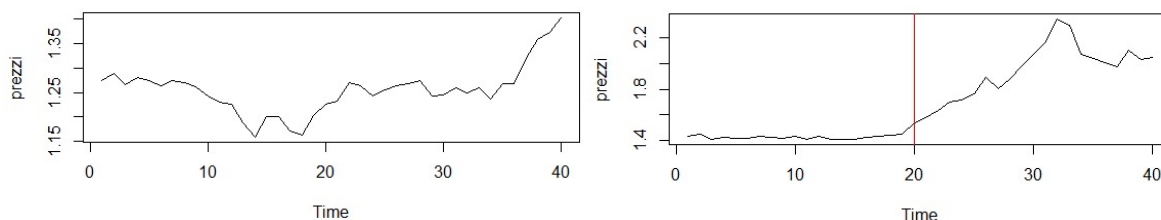


Figura 4.17 Andamento dei prezzi di Falck Renewable nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

La figura 4.17 mostra l'andamento della serie nei due periodi considerati. Si osserva come, nel secondo grafico, prima della pubblicazione del piano industriale, l'andamento dei prezzi seguiva un trend costante. Il giorno dell'evento il valore delle azioni è aumentato rispetto al giorno precedente, evidenziando un rendimento pari a 5,96%. Si osserva inoltre, nelle 20 successive osservazioni considerate, un incremento significativo del prezzo.

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	p -value
-0,014	0,0044	-3,204	0,005

Nella tabella sovrastante sono stati riportati i risultati emersi dal test statistico applicato. Si nota come il p -value sia prossimo allo zero, pertanto, anche in questo caso si può sostenere l'influenza del piano industriale sul valore di mercato delle azioni.

Fiat Chrysler Automobiles

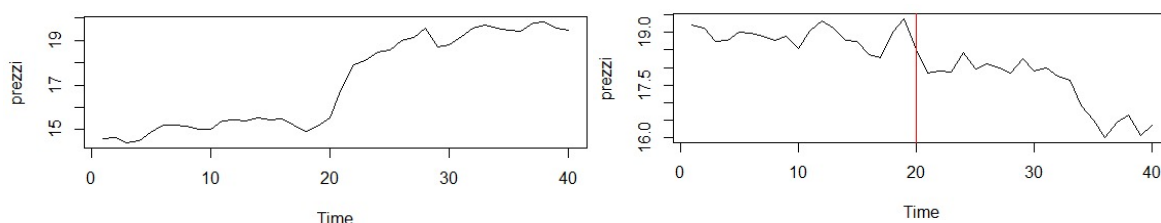


Figura 4.18 Andamento dei prezzi di FCA nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Analizzando il primo grafico della Figura 4.18 si osserva una tendenza a rialzo dei prezzi nel periodo di stima, andamento che invece non si può evidenziare nel secondo periodo. Infatti, in

prossimità dell'evento, la serie subisce un trend a ribasso, che prosegue anche in seguito alla pubblicazione del documento.

Nella seguente tabella vengono mostrati i dati relativi al test statistico applicato:

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	p -value
-0,074	0,0069	-0,107	0,000

Mediante l'applicazione del test T si è voluto verificare se la media dei residui anomali risultasse pari a zero. Dato il p -value del test applicato basso, si può affermare come l'evento analizzato abbia impattato in maniera significativa sull'andamento dei rendimenti, e pertanto dei prezzi della società Fiat Chrysler Automobiles.

Iren

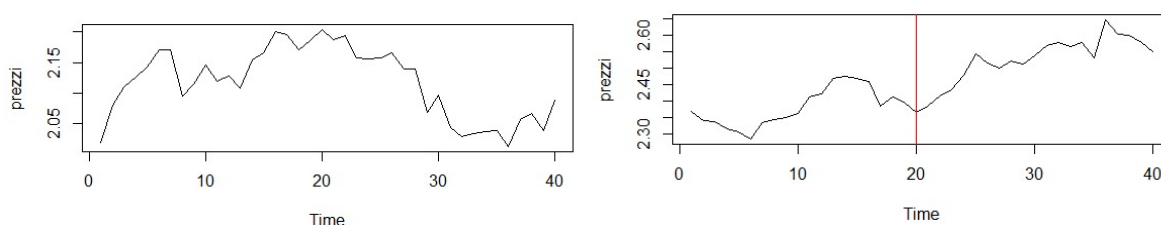


Figura 4.19 Andamento dei prezzi di Iren nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2).
Fonte: elaborazione personale

Si nota dalla Figura 4.19 come l'andamento del prezzo sia altalenante nel periodo di stima considerato, mentre invece, in prossimità dell'evento, questo assume un trend crescente nonostante sia evidente qualche oscillazione a ribasso. Per poter affermare se la pubblicazione del piano industriale ha avuto un impatto sui rendimenti e, pertanto, sui prezzi delle azioni, è necessario accertarsi che il p -value del test T applicato assuma un valore inferiore al livello di significatività fissato (0,05).

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	p -value
-0,008	0,0034	-2,451	0,025

Si nota dalla tabella sovrastante come questo sia pari a 0,025, potendo pertanto affermare che la media dei rendimenti anomali non segua una distribuzione normale. Ciò implica che l'evento analizzato abbia impattato sulla serie storica presa in considerazione.

Tinexta

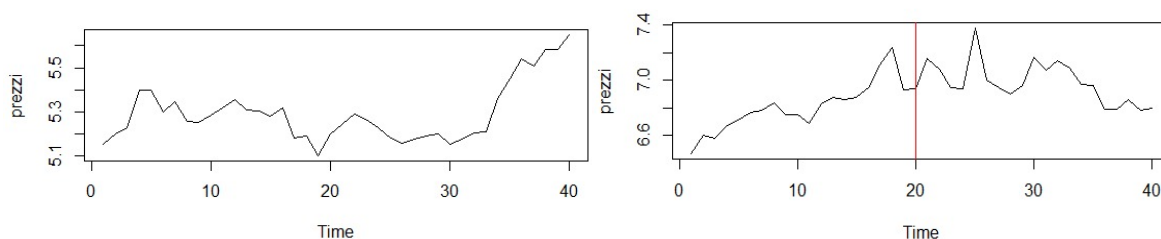


Figura 4.20 Andamento dei prezzi di Tinexta nel periodo di stima (1) e nel periodo dell'evento (2). Fonte: elaborazione personale

Analizziamo ora l'ultima società, ossia Tinexta. Dal secondo grafico della Figura 4.20 si nota come l'andamento dei prezzi pre-piano industriale sia stato caratterizzato da una crescita, che prosegue anche oltre la data di pubblicazione del documento, nonostante si possano osservare delle oscillazioni, con picchi positivi. Nelle ultime osservazioni prese in considerazione si può notare una leggera decrescita dei prezzi con successiva stabilizzazione del loro andamento. Mettendo a confronto il periodo dell'evento, appena descritto, con il periodo di stima (si veda il primo grafico della figura sovrastante) si può sottolineare come, nel corso del tempo, l'andamento dei prezzi abbia seguito un trend a rialzo.

$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	<i>p-value</i>
-0,016	0,0029	-5,476	0,000

Il test statistico ci mostra un *p-value* inferiore a 0,05 il che ci porta ad affermare la presenza di una componente anomala nel rendimento, la cui media non si può approssimare a zero, pertanto, si può concludere anche in questo caso che l'evento analizzato abbia avuto un impatto sull'andamento dei prezzi azionari.

Per le restanti società non analizzate dettagliatamente si riporta di seguito una tabella che riassume i dati del test statistico applicato:

Denominazione sociale	$\widehat{\mu}_a$	Str. Err.	test T	<i>p-value</i>
Erg	- 0,004	0,0019	- 2,116	0,049
Exprivia	- 0,014	0,0055	- 2,582	0,020
Fiera Milano Group	- 0,035	0,0052	- 6,737	0,000
Isagro	0,081	0,0100	8,049	0,000
Leonardo	- 0,104	0,0039	- 2,644	0,018
Mediaset	0,016	0,0059	2,719	0,015
Saras	0,022	0,0073	3,034	0,007

Tabella 4.14. Tabella riassuntiva dei risultati del test statistico effettuato per le restanti società. Fonte: elaborazione personale

In sintesi, considerando l'intero campione, non sempre il piano industriale si è dimostrato influente sull'andamento dei prezzi delle diverse società. Le serie storiche delle 34 società il cui livello di significatività osservato risulta elevato, non sembrano aver risentito dell'evento di interesse. Invece, le 17 società che hanno mostrato un *p-value* inferiore a 0,05 ci portano ad accettare l'ipotesi di significatività della media dei rendimenti anomali e di conseguenza di influenza della pubblicazione del piano industriale sulla serie dei rendimenti.

Per migliorare l'analisi, si potrebbe applicare un ulteriore modello che permetta di quantificare l'effetto dell'evento sulla serie storica analizzata, infatti, con l'applicazione del *event study* è stato possibile determinare la presenza o meno di una componente anomala nella struttura della serie dei rendimenti, senza poter affermare se l'evento abbia impattato in maniera positiva oppure negativa sulla serie dei prezzi.

Bisogna inoltre sottolineare che la scelta del periodo di stima e la scelta del numero di osservazioni da inserire nei due periodi utilizzati potrebbero influenzare i risultati emersi. Pertanto, se si fosse scelto un periodo di stima differente, si sarebbero potuti ottenere valori diversi per la stima dei coefficienti, facendoci pertanto giungere a conclusioni differenti.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha avuto l'obiettivo di sottolineare l'importanza della comunicazione aziendale e del piano industriale. Al fine di soddisfare il fabbisogno conoscitivo del mercato, nel corso degli anni, le società hanno iniziato ad ampliare la varietà di informazioni comunicate, affiancando alla comunicazione obbligatoria quella di tipo volontario. Uno strumento comunicativo di grande rilevanza, sia per gli operatori del mercato che per i soggetti interni, risulta essere il piano industriale, il quale consente di creare un focus per l'azienda, unendo tutti i soggetti coinvolti verso un obiettivo comune. Pianificare il futuro aiuta gli imprenditori a capire il contesto complesso che circonda l'azienda e ad individuare i modi migliori per affrontarlo, facilitando il raggiungimento degli obiettivi aziendali.

L'analisi empirica si è concentrata sulle società quotate nel MTA, che negli ultimi anni hanno redatto e reso pubblico un piano industriale. Da una prima analisi è emerso come soltanto 51 società su 227 hanno provveduto alla pubblicazione del tale documento⁷⁹. Un aspetto da sottolineare riguarda la dimensione di queste società: si può evidenziare come soltanto il 14% di quelle facenti parte dell'indice Ftse Italia Small Cap abbiano impiegato tempo e risorse nella redazione e successiva pubblicazione del piano industriale, a differenza del 40% e del 30% delle società appartenenti rispettivamente agli indici Ftse Mib e Ftse Italia Mid Cap. La variabile dimensione sembra, pertanto, essere influente nella scelta legata alla redazione o meno del documento; infatti, non sono da sottovalutare i costi necessari per la produzione dell'informativa volontaria da divulgare.

Individuato il campione, si è successivamente osservato come, mediamente, le società risultano essere prevalentemente mature, e pertanto in grado di superare gli ostacoli in cui si sono imbattute nel corso degli anni. Inoltre, si è notata una differenziazione del campione, non solo con riferimento alla dimensione ma anche con riguardo alla sede legale e al settore di appartenenza; ciò può essere vantaggioso in quanto, la scelta di un campione ampio e diversificato, consente di rappresentare tutte le caratteristiche della popolazione, ottenendo un risultato ai test statistici che si discosta poco dalla realtà.

Dopo questa piccola introduzione al campione è susseguita una breve analisi del piano industriale, dalla quale è emerso come questo presenta una durata media di 4 anni e come il 78% delle società ha deciso di utilizzare la lingua inglese come lingua ufficiale del documento, a differenza della minoranza che ha invece optato per quella italiana.

⁷⁹ C'è da sottolineare l'incertezza in merito alla mancata predisposizione del piano industriale da parte delle restanti 176 società, le quali possono averlo redatto senza successivamente diffonderlo.

Prima di passare al vero e proprio cuore del presente elaborato si è voluto provvedere all'analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle società, ad una data antecedente la pubblicazione del piano industriale, al fine di verificare il loro stato di salute. Da tale analisi è emerso come, alcune di queste, si siano trovate in seria difficoltà economica e/o finanziaria; dato che il principale presupposto è quello della continuità aziendale, queste potrebbero aver fatto ricorso al piano industriale con l'intento di pianificare il futuro, cercando di evitare, pertanto, un ulteriore peggioramento della situazione di crisi.

Il punto cardine dell'elaborato è stato quello di verificare se le società, nella redazione del piano industriale, hanno rispettato i requisiti di completezza e credibilità, ritenuti essenziali da Borsa Italiana; se i dati economico-finanziari previsti nel documento oggetto di analisi sono stati effettivamente raggiunti; se il piano industriale ha avuto un'influenza significativa sull'andamento dei prezzi azionari.

Dalla prima analisi è emerso come, mediamente, le società del campione abbiano rispettato sia il requisito di completezza che il requisito di credibilità, ottenendo una valutazione buona. C'è da ricordare che il piano industriale è uno strumento comunicativo volontario, pertanto non vi è alcuna normativa che detti le regole e la struttura dello stesso. Nonostante ciò, le società che abbiano provveduto alla sua redazione e pubblicazione hanno mediamente rispettato i requisiti analizzati e ritenuti essenziali da Borsa Italiana, sebbene queste abbiano reso personale la struttura del piano industriale, adattandola il più possibile alle proprie esigenze e a ciò che si è voluto evidenziare con maggiore intensità.

Per quanto riguarda il confronto tra i dati previsionali e i dati effettivi, sono state prese in considerazione 6 variabili. Dopo una breve analisi della differenza tra i valori realizzati e i valori previsionali, la quale non è risultata sempre positiva, è stato applicato, in primis, il test T sia sulla differenza in media che sulla media delle variazioni relative. Di seguito verrà riportata una tabella riassuntiva dei dati emersi in seguito all'applicazione dei test statistici.

Variabile analizzata	$\mu_r \geq \mu_p$	$\mu_{var} \geq 0$	$\mu_{var} \leq var_i$
Fatturato	✓	✓	78%
Risultato operativo	✓	✓	88%
EBITDA	✓	✓	65%
Risultato netto	✓	✓	64%
<i>Free cash flow</i>	✓	✓	100%
PFN	✓	✓	73%

Tabella 4.15: Riassunto dei risultati dei test T applicati. Fonte: elaborazione personale

Con riferimento ai due test appena citati, si nota come, mediamente, le società sono riuscite a raggiungere i risultati desiderati, con riferimento a tutte le variabili prese in considerazione. Al fine di poter trarre delle conclusioni singolari, è stato effettuato un test T che mette a confronto le variazioni relative di ciascuna società con la media delle variazioni relative dell'intero campione. Nella tabella 4.15, ultima colonna, è stata indicata la percentuale delle società che può vantare di una variazione in termini relativi superiore oppure uguale rispetto alla media di tutte le altre. Si nota come, mediamente, la maggior parte delle società sono state in grado di raggiungere una performance prossima oppure superiore a quella dell'intero campione.

Infine, si è voluto verificare se la pubblicazione del piano industriale ha avuto un effetto significativo sull'andamento dei prezzi azionari. Il metodo dell'*event study* applicato ci mostra come 17 società su 51 hanno evidenziato una variazione statisticamente significativa dell'andamento della serie dei rendimenti, e pertanto dei prezzi, in seguito alla divulgazione del documento. Per queste società verrà evidenziato, nella tabella successiva, il rendimento azionario alla data di pubblicazione del piano industriale e l'eventuale raggiungimento o meno, per ogni variabile considerata e nel limite dei dati disponibili, di una performance uguale o superiore oppure inferiore rispetto alla media del campione.

DENOMINAZIONE SOCIALE	r_t	Fatturato	Risultato operativo	EBITDA	Risultato Netto	FCF	PFN
Cattolica assicurazioni	-5,33%				✓		
Cementir holding	-0,55%	✓	✓	✗			✓
Diasorin	-1,94%						
Enel	0,87%						
Eprince	-1,78%						
Erg	6,10%			✓			✗
Esprinet	17,28%	✓	✓	✗	✗		
Exprivia	-2,63%	✓		✓	✗		✓
Falck Rewenable	5,96%			✓			✓
Fca	-4,64%	✓	✓		✓	✓	
Fiera Milano Group	4,09%			✓			
Iren	-1,34%						
Isagro	-2,94%	✗		✗			
Leonardo	-12,7%	✓		✓		✓	✓
Mediaset	0,86%						
Saras	0,86%						
Tinexta	0,14%						

Tabella 4.16: Relazione tra rendimento alla data di pubblicazione del piano industriale e performance raggiunta. Fonte: elaborazione personale.

Con riferimento a queste si ritiene opportuno evidenziare la situazione di Fiat Chrysler Automobiles e Leonardo: si nota dalla tabella sovrastante come, alla data in cui il piano industriale è stato divulgato, il rendimento azionario risulti rispettivamente di -4,64% e -12,7%, il che significa che il prezzo azionario a tale data mostra un valore inferiore rispetto a quello del giorno precedente. Se guardassimo invece la loro performance, si noterebbe come entrambe le società siano state in grado di raggiungere le aspettative medie dell'intero campione. Ciò significa che, nonostante il mercato abbia reagito in maniera negativa alla divulgazione volontaria di informazioni, non si può affermare per certo che queste non possano raggiungere gli obiettivi prefissati: alla base della pianificazione aziendale vi è l'incertezza e, la possibilità di centrare gli obiettivi fissati dipende da tanti fattori, sia interni che esterni.

Si può pertanto concludere il presente elaborato affermando che il piano industriale, se redatto in maniera adeguata, può influenzare la sopravvivenza e la crescita delle imprese. La sua predisposizione, come abbiamo sottolineato all'interno dell'elaborato, non è mirata soltanto alla raccolta delle risorse finanziarie; questa, infatti, è in grado di apportare diversi benefici all'azienda. Pianificare gli obiettivi, individuandone anche le azioni da porre in atto per poterli raggiungere, rappresenta il primo passo per la crescita e lo sviluppo del business. La pianificazione, inoltre, consente di conoscere meglio l'azienda, di sfruttare al meglio i punti di forza e le opportunità del contesto esterno, aiutando l'azienda ad avere una chiara prospettiva di ciò che conta veramente e di ciò che è possibile raggiungere.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- A. Akerlof, G., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3) , pp. 488-500.
- Anderson, D., Sweeney, D., & Williams, T., 2014. *Statistica per le analisi economico-aziendali*. Santarcangelo di Romagna: Maggioli Editore.
- Bagnasco, S., Ferrero, A., & Mautino, B., 2010. *Sulla scena del mistero. Guida scientifica all'indagine dei fenomeni inspiegabili*. Milano: Alpha test.
- Barbisan, C., Manzani, F., Miurin , G., Rigon, G., & Rosso, G., 2010. *La strategia del professionista di successo*. Milano: IPSOA.
- Bellelli, G., Lawford, A., & Mazziero, M., 2016. *Manuale dell'investitore consapevole: incrementa e proteggi i tuoi risparmi investendo a basso rischio*. Milano: Hoepli.
- Beretta, S., a cura di., 2007. *No news, bad news: perché e come comunicare informazioni economico finanziarie su base volontaria*. Milano: Egea.
- Bertinetti , G., 1996. *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*. Milano: Egea.
- Bertinetti, G., Cavezzali , E., & Rigoni, U., 2009. I report degli analisti finanziari: metodi di valutazione e raccomandazioni d'investimento. In M. Comana, & M. Brogi, a cura di, *Saggi in onore di Tancredi Bianchi* (p. 87-112). Roma: Bancaria Editrice.
- Bianchi Martini, S., Ferri, S., Fiorentino , R., Galeotti , M., Garzella, S., Romano, G., . . . Tutino, M., 2007. *La finanza nel governo dell'azienda*. Milano: Apogeo Editore.
- Binda, L., 2008. *La comunicazione economico-finanziaria e le nuove tecnologie* . Milano: FrancoAngeli.
- Bini, M., 2000. Informazione societaria volontaria in Italia: le specificità e le prospettive di cambiamento. In L. Guatri , & Eccles R., a cura di, *Informazione e valore: il caso italiano*. Milano: Egea.
- Blythe, J., Cedrola , E., Martin, J., & Guaraldo, A., 2006. *Fondamenti di marketing*. Milano: Pearson Education.
- Boesso, G., 2011. *Lo stakeholder reporting nei bilanci delle società quotate: percezioni dei manager e comunicazione volontaria*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Borazzo, F., & Pechinunno, P., 2007. *Analisi statistiche con Excel*. Milano: Mondadori.

- Borges, C., Hashimoto, M., & Limongi, R., 2013. To plan or not to plan? An analysis of the impact of planning on the disbanding or growth of Brazilian start-ups. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 18 (3), pp. 349-367.
- Borsa Italiana., 2003, luglio. Guida al Piano Industriale.
- Borsa Italiana., 2019. Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a.
- Botosan, C. A., 1997. *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. The Accounting Review, 72 (3), pp. 323-349.
- Bove, A., 2012. *Il business plan: Guida alla costruzione di un business plan vincente con la metodologia dei 7 step*. Milano: Hoepli Editore.
- Box, J. F., 1981. Gosset, Fisher, and the t Distribution. *American Statistician*, 35 (2), pp. 61-66.
- Bozzolan, S., 2005. *Trasparenza informativa e mercato finanziario: modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*. Milano: McGraw-Hill.
- Braciarì, S., a cura di., 2004. *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*. Milano: FrancoAngeli.
- Bradley, C., Hirt, M., & Smit, S., 2018. *How to confront uncertainty in your strategy. Lack of certainty about the future is the very reason you need in strategy. Instead, embrace probability*. McKinsey&Company.
- Branciarì, S., a cura di., 2003. *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*. Milano: FrancoAngeli.
- Broccardo, L., 2012. Strategia e struttura e le loro relazioni. In L. Broccardo, *Strategia, struttura e impatto sulle performance aziendali nel settore luxury yachts*, pp. 1-40. Torino: Giappichelli Editore.
- Bronzetti, G., & Mazzotta, R., 2012. *La disclosure del capitale intellettuale. Un'analisi empirica delle società quotate italiane*. Milano: FrancoAngeli.
- Bubbio, A., Cavallaro, R., & Gulino, D., 2016. *Strategia aziendale: come attuarla*. Milano: IPSOA.
- Burton, F., Coller, M., & Tuttle, B., 2006. Market responses to qualitative information from a group polarization perspective. *Accounting, Organizations and Society*, 31 (2), pp. 107-127.

- Camilletti, P., Capozucca, L., Cruciano, M., Gentili, G., Gigli, C., Picarelli, G., & Santorini, G., 2012. *Piano industriale e crisi d'impresa. Vantaggi, strategie, valutazioni, effetti*. Santarcangelo di Romagna: Maggioli.
- Camilletti, P., Di Diego, S., & Gigli, C., 2013. *Il piano industriale. Trucchi e consigli per redarre un business plan di successo*. Milano: FrancoAngeli.
- Chen, S., DeFond, M., & Park, C., 2002. Voluntary Disclosure of Balance Sheet Information in Quarterly Earnings Announcement. *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp. 229-251.
- Cioli, V., 2005. *Modelli di business e creazione di valore nella new economy*. Milano: FrancoAngeli.
- Coda, V., 1989. La comunicazione economica nella strategia aziendale, in AA.VV., *Atti del convegno organizzato dal CESAD il 20 giugno 1988*. Milano: Egea.
- Corvi, E., 1997. *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*. Milano : Egea.
- Corvi, E., & Fiocca, R., 1996. *Comunicazione e valore nelle relazioni d'impresa*. Milano: Egea.
- D'Addario, A., 2014. *Guadagnare con le Small Cap. Strategie per investire in Borsa con le società a capitale ridotto*. ebook: Bruno Editore.
- Dagum, E., 2001. *Analisi delle serie storiche: modellistica, previsione e scomposizione*. Milano: Springer.
- Delmar, F., & Shane, S., 2003. Does business planning facilitate the development of new ventures? *Strategic Management Journal*, 24(12), p. 1165-1185.
- Di Diego, S., 2016. *Come fare un piano industriale e reperire le risorse finanziarie. Tutto quello che occorre sapere per crescere e superare la crisi*. Milano: FrancoAngeli.
- Di Stefano, G., 1990. *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*. Giuffrè.
- Fama, E., 1970. Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25 (2), pp. 383-417.
- Favarotto, F., Bozzolan, S., & Parbonetti, A., 2016. *Economia aziendale. Modelli, misure, casi*. Milano: McGrawHill.

- Ferrari, A., Morone, P., & E. Tartiu, V., 2016. Tackling uncertainty through business plan analysis - a case study on citrus waste valorisation in the south of Italy. *MDPI*, 6 (5), 1-12.
- Fondazione Nazionale dei Commercialisti., 2016. La predisposizione del piano industriale nell'ambito della crisi d'impresa: brevi note sui profili metodologici e sui prospetti informativi.
- Fortuna, F., 2004. *Il segmental reporting nel processo informativo d'impresa: comunicazione interna, esterna e creazione di valore*. Milano: FrancoAngeli.
- Franceschi, L., & Comi, L., 2015. *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. Milano: EDUCatt.
- Gambel, L., 2005. *La statistica per la gestione d'impresa*. Milano: FrancoAngeli.
- Garcia-Meca, E., 2005. Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital information. *Journal of Intellectual Capital*, 6 (3), pp. 427-440.
- Gatti, P., 2014. *La pianificazione aziendale. Gli strumenti per risparmiare, aumentare il fatturato e rendere la tua impresa più competitiva.*, ebook: Bruno Editore.
- Giacosa, E., 2012. *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa: Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici in un modello "ideale" di comunicazione*. Torino: G.Giappichelli Editore.
- Giannessi, E., 2003. *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria. Principi e contenuti*. Milano: Giuffrè Editore.
- Giusepponi, K., a cura di., 2003. *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*. Milano: FrancoAngeli.
- Guatri, L., & Massari, M., 1992. *La diffusione del valore*. Milano: Egea.
- Guatri, L., & Eccles, R., 2000. *Informazione e valore. Il caso italiano*. Milano: Egea.
- Guidara, F., 2011. *La comunicazione finanziaria: Come dialogare e convincere il mercato*. Milano: Egea.
- Hayne, E., Leland, E., & Pyle, D., 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32 (2), pp. 371-387.
- Healy, P., & Palepu, K., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, 31 (1-3), pp. 405-440.

- James, G., Witten, D., Hastie, T., & Tibshirani, R., 2017. *An Introduction to Statistical Learning with Applications in R*. New York: Springer.
- Jensen, M., & Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- MacKinlay, A., 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35 (1), pp. 13-39.
- Manzoni, P., 2013. *Il piano strategico d'azienda. Un approccio per elaborare e costruire un piano strategico realizzabile, efficace e capace di attrarre risorse finanziarie dagli investitori e dalle banche*. Milano: Franco Angeli.
- Marino, A., & Posati, M., 2008. *Nuove tecniche per progetti estremi. La gestione sostenibile dei progetti complessi*. Milano: FrancoAngeli.
- Mazzola, P., Ravasi, D., & Gabbioneta, C., 2006. How to built reputation in financial markets. *Long Range Planning*, 39 (4), pp. 385-407.
- Mazzola, P., 2003. *Il piano industriale. Progettare e comunicare le strategie d'impresa*. Milano: Università Bocconi Editore.
- Melis, A., 2008. *La qualità dell'informazione esterna. Principi contabili ed evidenze empiriche*. Milano: Giuffrè Editore.
- Naccarato, F., 2017. *Tecnica di finanziamento d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Panizza, A., & Montecchi, G., 2016. La posizione finanziaria netta: definizione, composizione, segno algebrico e sua interpretazione. *Amministrazione & Finanza*, 1, pp. 61-70.
- Pastore, A., & Vernuccio, M., 2008. *Impresa e comunicazione. Principi e strumenti per il management*. Milano: Apogeo Editore.
- Pastorello, S., 2001. *Rischio e rendimento*. Bologna: Il Mulino.
- Pivato, S., 1988. Il contributo dell'informativa societaria alla creazione dell'immagine dell'impresa. In AA.VV., *Scritti in onore di Luigi Guatri*, pp. 1170 ss. Milano: Bocconi Comunicazione.
- Previts, G., a cura di., 2008. *Research in Accounting Regulation*. UK: Elsevier.
- Quagli, A., a cura di., 2001. *Internet e la comunicazione finanziaria*. Milano: FrancoAngeli.
- Quagli, A., Panizza, A., Iotti, M., Camanzi, M., & Contri, M., 2012. *Piano industriale e strumenti di risanamento*. Milano: IPSOA.

- Quagli, A., 2004. *Comunicare il futuro-L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*. Milano: FrancoAngeli.
- Quagli, A., & Teodori, C., a cura di., 2005. *L'informativa volontaria per settori di attività*. Milano: FrancoAngeli.
- Quagli, A., & Teodori, C., a cura di., 2005. *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari: gli strumenti e gli intermediari*. Milano, FrancoAngeli.
- Rampini, F., 1990. *La comunicazione aziendale: all'interno dell'impresa, nel contesto sociale, nel quadro europeo*. Milano: Etas Libri.
- Rija, M., 2011. XBRL e comunicazione economico-finanziaria nei gruppi aziendali. In S. Zambon, a cura di, *XBRL e informativa aziendale - Traiettorie, innovazioni e sfide*, pp. 127-146. Milano: FrancoAngeli.
- Rocca, E., 2010. *Comunicazione finanziaria*. Milano : IPSOA.
- Romio, S., 2018. Il piano industriale nelle società quotate: analisi della qualità del documento pubblicato. Relazione finale CLT, Università di Padova, Facoltà di Economia. .
- Saccardo, A., 2008. Il piano industriale come strumento di comunicazione al mercato: alcune evidenze empiriche. Relazione finale CLT, Università di Padova, Facoltà di Scienze Statistiche.
- Soliani, L., 2005. Inferenza su una o due media con il test t di Student. *Manuale di statistica per la ricerca e la professione*. Università degli Studi di Parma.
- Sorato, S., 2009. Il piano industriale come comunicazione price sensitive: alcune analisi empiriche. Relazione finale CLT, Università di Padova, Facoltà di Scienze Statistiche.
- Spence, M., 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 85 (3), pp. 355-374.
- Stutely, R., 2005. *Il business plan*. Milano: Pearson Education.
- Truant, E., 2014. *Strumenti di pianificazione & controllo e performance aziendali: confronto tra family e non-family firms*. Torino: Giappichelli.
- Verrecchia, R., 1983. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 12 (5), pp. 179-194.
- Viganò, R., 1999. *Metodi quantitativi nella ricerca educativa*. Milano: Vita e Pensiero Editrice.

- Vivas, J., 2014. *Analisi finanziaria. Guida pratica per aumentare il valore dell'azienda*. Milano: Ipsoa.
- Zavani, M., 2000. *Il valore della comunicazione aziendale. Rilevanza e caratteri nell'informativa sociale e ambientale*. Torino: Giappichelli.

SITOGRAFIA

AA.VV., 2006. Che cosa sono i comunicati price sensitive? Le informazioni che influiscono sul prezzo delle azioni. *Borsa italiana*, [Disponibile online: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/comunicatipricesensitive.htm>]

Radley Yeldar., 2015. The value of extra-financial disclosure. What investors and analysts said. *Accounting for sustainability*.
[Disponibile online: <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/The-value-of-extra-financial-disclosure.pdf>]

<https://bibliotecadigitale.cab.unipd.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/>

<https://it.finance.yahoo.com>

<https://www.a2aenergia.eu>

<https://www.acea.it>

<https://www.astaldi.com>

<https://www.bancaprofilo.it>

<https://bancasistema.it>

<https://www.biessegroup.com>

www.bper.it

<https://www.cattolica.it>

www.cementirholding.it

<https://www.diasorin.com>

<https://www.dovalue.it>

<https://enigaseluce.com>

<https://www.enel.it>

<https://www.eprice.it>

<https://www.erg.eu>

<https://www.esprinet.com>

<https://www.exprivia.it>

<https://www.falckrenewables.eu>
<https://www.fcagroup.com>
<https://www.fieramilano.it>
<https://www.fincantieri.com>
<https://www.generali.it>
<https://www.geox.com>
<https://www.giglio.org>
<https://www.gruppohera.it>
www.gruppoladoria.it
www.gruppoigd.it
<https://www.ilsole24ore.com>
<https://www.gruppoiren.it>
<https://www.isagro.com>
<https://landirenzo.com>
<https://www.leonardocompany.com>
<https://www.mediaset.it>
<https://www.mediobanca.com>
<https://www.mps.it>
www.netweekspa.it
<https://www.pirelli.com>
<https://www.posteitaliane.it>
<https://www.primaindustrie.com>
www.railway.it
<https://www.rcsmediagroup.it>
www.sabaf.it
<https://www.salini-impregilo.com>
<https://www.saras.it>

<https://www.grupposias.it>

<https://www.snam.it>

<https://www.terna.it>

<https://www.ternienergia.com>

<https://www.tinexta.com>

<https://www.ubibanca.com>

www.unipol.it

RINGRAZIAMENTI

Al termine di questo percorso universitario, sento di dover ringraziare, in primis, la mia famiglia, la quale mi è sempre stata vicina, permettendomi di raggiungere questo traguardo.

Un doveroso ringraziamento va a Andrei, per la pazienza che mi ha dedicato in questi cinque anni, per avermi dato la determinazione di concludere questo percorso nel migliore dei modi, per avermi supportato e sopportato anche nei momenti più difficili.

Ringrazio tutti i miei compagni universitari con cui ho condiviso questa esperienza importante.

Ringrazio tutti i docenti universitari, e in special modo il mio relatore Prof. Giacomo Boesso, per tutti gli insegnamenti e per la disponibilità.

Ringrazio le mie amiche e i miei amici che mi sono sempre stati vicini in tutti questi anni.